



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

Corso di Laurea in Consulenza Professionale alle Aziende

Tesi di Laurea

La cessione di partecipazioni: aspetti economico aziendali ed operativi.

Il caso ZeFer spa.

Relatore:

Chiar.mo Prof. Francesco Poddighe

Candidato:

Carmen Boccoli

Anno Accademico 2012/2013

La cessione di partecipazioni: aspetti economico aziendali ed operativi.

Il caso Zefer SpA.

Premessa.

Parte prima

La cessione di partecipazioni

Capitolo I

La società target

1.1. L'analisi strategica.	10
1.2. La valutazione della società target.	12

Capitolo II

La due diligence

2.1. La fase precontrattuale: lettera di intenti ed accordo di riservatezza.	32
2.2. Definizione ed obiettivi della <i>due diligence</i> .	34
2.3. Le tipologie.	37
2.4. I profili di indagine.	41

Capitolo III

La disciplina civilistica

3.1. L'oggetto della cessione e la tutela del contraente.	46
3.2. La cessione di quote nelle società di persone.	53
3.3. La cessione di quote nelle società a responsabilità limitata.	55
3.4. La cessione di partecipazioni nelle società per azioni.	60

Capitolo VI

Profili fiscali

4.1. La nozione di plusvalenza.	66
4.2. La tassazione delle plusvalenze.	70
4.3. La disciplina delle <i>pex</i> .	75

Parte seconda

Il caso: Zefer spa.

5.1. Il settore della <i>moda di lusso</i> .	84
5.2. Il gruppo Salvatore Ferragamo spa.	87
5.3. La Zefer spa: analisi di bilancio.	91
5.4. La cessione della partecipazione.	106
5.5. Brevi note metodologiche.	108
 BIBLIOGRAFIA.	 110
SITOGRAFIA.	115

ELENCO DELLE TABELLE E DELLE FIGURE.

Tabella 1: Flusso di cassa generato dalle operazioni.

Tabella 2: Flusso di cassa derivante dall'attività operativa.

Tabella 3: Prospetti dell'attivo dello stato patrimoniale della ZeFer spa riclassificati.

Tabella 4: Prospetti del passivo dello stato patrimoniale della ZeFer spa riclassificati.

Tabella 5: Indici patrimoniali della ZeFer spa.

Tabella 6: Prospetti di conto economico della ZeFer spa riclassificati.

Tabella 7: Dettaglio della composizione dell'area finanziaria della ZeFer spa.

Tabella 8: Dettaglio della composizione dell'area straordinaria della ZeFer spa.

Tabella 9: Indici economici della ZeFer spa.

Figura 1: Andamento del mercato italiano delle operazioni di M&A.

Figura 2: Le fasce del sistema moda.

Figura 3: Andamento del fatturato del mercato dei beni personali di lusso.

Figura 4: Fatturato annuo del mercato dei beni personali di lusso per prodotto.

Figura 5: Andamento della quotazione del titolo Ferragamo spa.

Figura 6: Azionariato della società Salvatore Ferragamo.

Figura 7: Organigramma del Gruppo Ferragamo.

Figura 8: Durata media del ciclo del circolante nel 2011.

Figura 9: Durata media del ciclo del circolante nel 2012.

Figura 10: Andamento del fatturato della ZeFer spa.

Figura 11: Andamento delle vendite della ZeFer spa.

Figura 12: Vendite annue ZeFer spa per prodotto.

Figura 13: Andamento del valore aggiunto della ZeFer spa.

Figura 14: Andamento del risultato operativo della ZeFer spa.

Figura 15: Andamento dell'utile netto della ZeFer spa.

PREMESSA.

La congiuntura economica negativa in cui versa l'economia nazionale, e non solo, ha portato le aziende a doversi confrontare con scenari nuovi e spesso drammatici. Le difficoltà di eccesso al credito, la riduzione del fatturato e dei connessi ricavi, a causa della contrazione dei consumi, e la costanza di alcuni costi che, per definizione, sono fissi, hanno portato all'estinzione di molte piccole e medie imprese che caratterizzavano il tessuto imprenditoriale italiano. Pare quindi che oggi, più che in passato, la possibilità di permanere sul mercato presupponga, la capacità dell'impresa di adeguarsi e di reinventarsi rispetto alle nuove sfide imposte dal mercato, adattandosi allo stesso.

L'oggetto del presente lavoro è l'analisi di un'operazione di gestione, quale la cessione di partecipazioni, nella logica della dinamicità che deve caratterizzare lo svolgimento dell'attività di impresa. L'operazione verrà analizzata in tutte le sue peculiarità: l'individuazione della società target da parte del potenziale acquirente, la *due diligence* quale attività propedeutica per giungere alla conclusione dell'operazione di cessione, le tematiche civilistiche e fiscali che derivano dall'operazione. In particolare si porrà l'attenzione su questi ultimi aspetti, congiuntamente alla *due diligence*, in quanto rappresentano i profili maggiormente significati nell'ottica del professionista che potrà approcciarsi a tale tipo di operazione.

A fronte di una prima parte descrittiva, il passo successivo sarà quello di misurarsi con un caso pratico: la cessione della partecipazione della società ZeFer spa detenuta dalla società Salvatore Ferragamo spa. Si procederà quindi ad un'analisi per indici della società della quale sono state cedute le partecipazioni per poi analizzare la cessione delle azioni. Non si è poi voluto esimersi da un *excursus* sulla cedente in quanto non è soltanto una delle parti coinvolte nell'operazione ma anche, e soprattutto, un'importante realtà dell'imprenditoria italiana rappresentativa *made in Italy* nel mondo.

Parte Prima.

La cessione di partecipazioni.

La cessione di partecipazioni è un'operazione straordinaria di gestione che rientra nel più ampio *genus* delle operazioni di Mergers & Acquisition. In particolare, per operazioni di M&A si intende “avere riguardo a tutti quei fenomeni, transazioni ed accordi attraverso i quali si modifica in tutto o in misura comunque rilevante, la proprietà di una determinata attività imprenditoriale svolta in forma societaria¹”. Tali operazioni hanno conosciuto un andamento altalenante, in termini tanto di valore quanto di numerosità, negli anni precedenti la crisi finanziaria, che possono essere sintetizzati nel seguente grafico²:

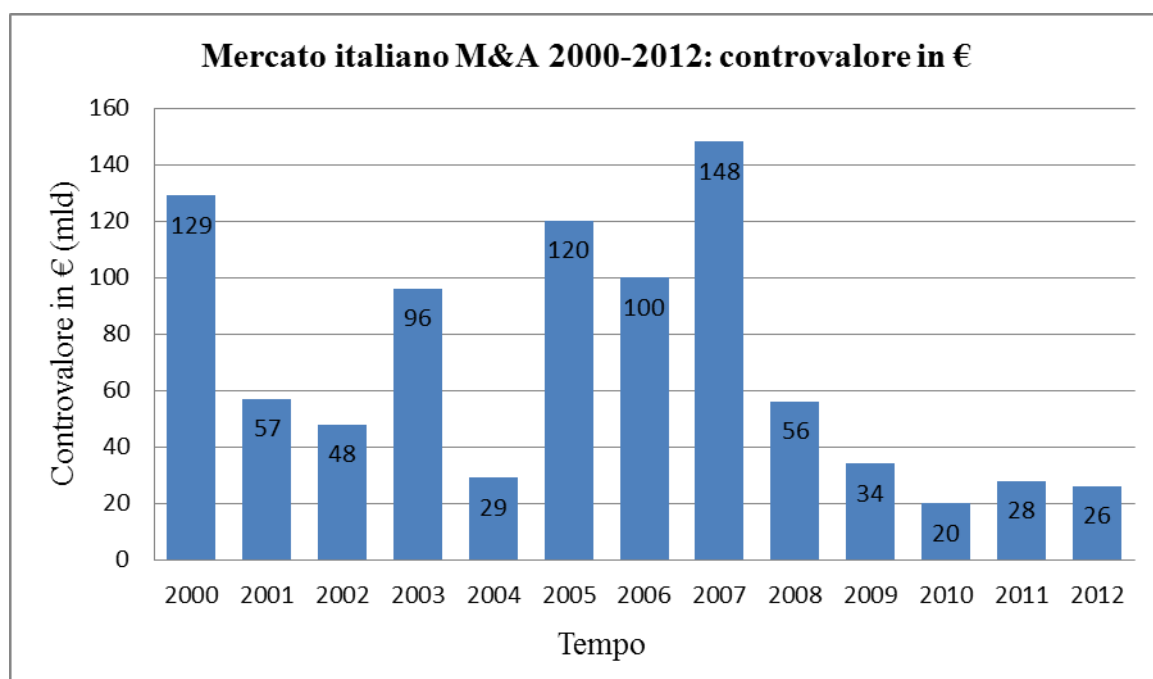


Figura 1: Andamento del mercato italiano delle operazioni di M&A

In particolare, se nel 2007 si è toccato il massimo storico in termini di controvalore in denaro delle operazioni, con l'acutizzarsi della crisi economica si è innescato un *trend* decrescente che ha toccato il suo minimo nel 2010, con una contrazione di valore delle stesse, rispetto al 2007, pari a circa l'84%. Successivamente si è avuta

¹ Così LATINO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, IPSOA, 5

² Fonte: KPMG. Rapporto Mergers & Acquisitions 2012, www.kpmg.com. Si deve sottolineare, rispetto al grafico di sintesi, come lo stesso faccia riferimento alle operazioni di M&A in senso lato riferendosi non solo alla cessione ed acquisizione di partecipazioni ma anche alle operazioni di fusione.

una ripresa, sempre debole, che si arresta, di nuovo, nel 2012 a fronte, da una parte, di un sistema economico ormai in recessione e, dall'altra, delle crescenti pressioni derivanti dal debito sovrano che, come noto, limitano gli investimenti nel nostro Paese.

Le motivazioni sottostanti alla cessione di partecipazioni sociali e, contestualmente, all'acquisizione delle stesse da parte di un nuovo soggetto economico possono essere evidentemente le più diverse. Rispetto al primo profilo, tale decisione può derivare da ragioni tipicamente strategiche: in questo senso infatti la cessione di partecipazioni è operazione attraverso la quale è possibile ridimensionare il proprio business dismettendo quelle non strategiche, privilegiando l'attività rappresentativa del *core business* dell'azienda. Non deve essere poi sottovalutato il profilo finanziario: la liquidità derivante dalla cessione potrà infatti essere reinvestita nell'attività caratteristica dell'azienda favorendo, potenzialmente, la creazione di circoli virtuosi di crescita. Inoltre, proprio in tema di reperimento di nuovi capitali, la stessa operazione può rispondere all'esigenza di procurarsi nuovo capitale di rischio: può attrarre cioè nuovi investitori. In questo senso quindi può essere vista come un canale alternativo a quello bancario per il reperimento di nuove risorse: ciò soprattutto nelle realtà di piccole e medie dimensioni in cui l'intero capitale sociale è detenuto dalla famiglia fondatrice dell'impresa. Inoltre, sotto un profilo più tipicamente gestorio, la decisione di cedere quote partecipative di capitale sociale potrebbe giustificarsi in funzione di divergenze insanabili sulle modalità di gestione dell'azienda stessa. Infine, soprattutto in una visione di gruppo, permette al cedente di avere maggiore flessibilità organizzativa tanto in termini prettamente gestionali quanto produttivi.

Per il potenziale acquirente, invece, è chiaro che le motivazioni siano diverse e si muovano in direzione opposta. Tenzialmente, infatti, tale operazione viene in considerazione quando si ha un'esigenza di crescita e di diversificazione dell'azienda: è operazione quindi tipica della fase espansiva. Gli obiettivi che possono essere perseguiti attraverso questa operazione sono molteplici. Senz'altro può essere finalizzata alla ricerca di economie di scala e di costo nella produzione ma anche alla crescita per linee esterne acquisendo, per esempio, partecipazioni di controllo in uno dei concorrenti, creando quindi delle integrazioni a monte ovvero a valle attraverso l'acquisizione di partecipazioni di società che operano nel canale distributivo, l'incremento della propria quota di mercato attraverso anche

l'ampliamento della gamma di prodotti realizzati o di servizi resi, l'acquisto del know – how esterno.

La stipula del contratto di cessione di partecipazioni rappresenta la fase finale dell'operazione in commento: giungere infatti al *closing* dell'operazione postula lo svolgimento di tutta una serie di attività propedeutiche. In primo luogo è necessario individuare la società target. Tendenzialmente tale attività viene svolta dallo stesso potenziale acquirente che conosce, evidentemente, le motivazioni alla base dell'operazione e gli obiettivi che con la stessa si intendono perseguire. La proprietà, di solito, in tali operazioni è affiancata da un team di professionisti incaricato di curare l'operazione. Questo, in particolare, dovrà svolgere tutte quelle attività finalizzate a valutare, in prima approssimazione, l'azienda della quale vogliono essere acquistate le partecipazioni ed a formulare una prima ipotesi di prezzo. La fase successiva è lo svolgimento della *due diligence*. Tale attività è parte fondamentale dell'intera operazione in quanto ha quale obiettivo quello di superare le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra le parti medesime e fornire tutte quelle informazioni necessarie al potenziale acquirente per decidere se concludere o meno l'operazione. È doveroso sottolineare però che la stessa, pur rivestendo un ruolo fondamentale nell'intera operazione, è da considerarsi fase eventuale, non connotata da profili di obbligatorietà. Affinché infatti possa essere svolta, è necessario che sia espressamente prevista nella lettera di intenti sottoscritta dalla parti. Conclusa questa fase si procederà ad una prima stesura del contratto con la definizione del prezzo di cessione sulla base delle risultanze della *due diligence* e, qualora venga raggiunto l'accordo tra le parti, si procederà con la sottoscrizione dello stesso.

Capitolo I

La società target.

1.1. L'analisi strategica.

Il primo passo per poter giungere all'acquisizione di partecipazioni è, evidentemente, l'individuazione della società target. Tale attività viene svolta tipicamente dalla società acquirente che la individuerà sulla base degli obiettivi sottostanti all'operazione. Il professionista incaricato, in questa fase, dovrà pertanto valutare le potenzialità del business e l'attrattività del mercato di riferimento della target. Sarà necessario pertanto segmentare il mercato e misurarne la domanda attuale e potenziale per poi analizzare il contesto competitivo di riferimento. Segmentare il mercato significa identificare sottogruppi di consumatori che fra loro differiscono per ciò che si attendono dall'offerta o per le loro reazioni nei confronti dell'attività di marketing dell'impresa. Individuato il segmento di mercato in cui opera la target è necessario valutarne l'attrattività in termini di domanda attuale e potenziale. In particolare, per domanda attuale si “intende quella proveniente dai consumatori che nel concreto acquistano il prodotto. [Al contrario] per domanda potenziale si intende quella proveniente dall'insieme di consumatori che abbiano un qualunque livello di interesse rispetto ad un offerta di mercato ben definita³”. Il passo successivo è la valutazione del contesto competitivo e sulla base di questo esprimere un giudizio sulle prospettive di crescita del mercato e, di conseguenza, della target. I modelli che vengono di solito in considerazione sono due: la PEST Analysis ed il modello di Porter. Attraverso la PEST Analysis si vuole conoscere il macroambiente in cui opera la target. Lo stesso è costituito da tutte quelle variabili non controllabili dal management ma che potranno influenzare il microambiente in cui la stessa opera. Scopo prioritario dell'analisi del macroambiente è quindi individuare opportunità e minacce che possono derivare dallo stesso al fine, in questo caso, di comprenderne la possibile evoluzione. È necessario quindi capire, in primo luogo, quali circostanze possano essere fonte di opportunità e minacce per l'impresa. Rispetto al primo profilo, per l'impresa nascono opportunità quando una tendenza dell'ambiente crea il potenziale per costruire o rafforzare un vantaggio

³ Così ANZIVINO – LAZZARO, *La commercial due diligence e ruolo nel contesto delle operazioni di M&A*, in *Manuale di due diligence*, Milano, Il sole 24 ore, 2004, 54, 63.

competitivo. Al contrario, le minacce sorgono quando le dinamiche dell'ambiente esterno compromettono la capacità reddituale dell'impresa. La PEST Analysis considera, quali variabili dell'ambiente esterno che hanno maggior impatto sul futuro dell'impresa:

- la politica. Ci si riferisce alle scelte di politica economica ed industriale che possono essere implementate dal Governo. Un esempio per tutti possono essere le scelte in tema di deregolamentazione in alcuni settori del mercato.
- l'economia. In termini di andamento generale della stessa a livello prima di tutto nazionale ma poi, evidentemente, anche globale.
- la società. Ci si riferisce ai cambiamenti demografici ma anche agli stili di vita dei consumatori.
- la tecnologia.

Una volta individuate le principali variabili a livello di macroambiente che possono avere un impatto significativo sulla target, l'analisi si sviluppa sotto il profilo interno. In particolare è necessario capire quali siano le variabili che influenzano la capacità della target di produrre valore. Il modello che viene maggiormente utilizzato è quello delle cinque forze di Porter. L'assunto su cui si basa tale modello è quello secondo il quale "la redditività di un settore (indicata dal tasso di rendimento del capitale rispetto al suo costo) è determinato da cinque forze competitive. Esse comprendono tre fonti di competizione *orizzontale*: la concorrenza dei prodotti sostitutivi, la concorrenza dei nuovi entranti e la concorrenza dei concorrenti; e due fonti di competizione *verticale*: il potere contrattuale dei fornitori ed il potere contrattuale dei clienti⁴". Individuate le variabili che influenzano la creazione di valore, è necessario stimare come queste incideranno sulla creazione dello stesso. In ragione della scarsità di informazioni a disposizione del soggetto incaricato dello svolgimento dell'analisi, è chiaro che sarà possibile porre l'attenzione solo su alcune di queste variabili. In particolare la possibilità che nel mercato siano introdotti prodotti sostitutivi o che possano entrare nuovi concorrenti qualora il rendimento del capitale sia maggiore del suo costo in quanto queste sono informazioni pubbliche e, pertanto, reperibili anche qualora non sia ancora intervenuto un contatto con la target. Elaborando tali informazioni sarà quindi possibile esprimere un giudizio rispetto alle prospettive di crescita della target che, nella fase successiva della valutazione, saranno di prezioso

⁴ Così GRANT, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, Il Mulino, 79, 2011.

ausilio per determinare i flussi prospettici, tanto reddituali quanto finanziari, sulla base dei quali ne verrà quantificato il valore economico.

Appare doveroso sottolineare come l'analisi strategica, nel senso più tecnico del termine, è qualcosa di molto più ampio e complesso rispetto a quanto è stato illustrato in questa sede. Tale scelta si giustifica in relazione a due diverse considerazioni: l'una è relativa al fine perseguito e l'altra alla disponibilità di informazioni del soggetto che svolge l'analisi. In un contesto qual è quello dell'acquisto di una partecipazione, l'analisi strategica non vuole essere uno strumento di valutazione della strategia implementata dalla target funzionale all'espressione di un giudizio di merito sulla stessa o al fine di svolgere un'attività consulenziale volta a migliorarla. Al contrario, vuole essere uno strumento conoscitivo della stessa e dell'ambiente in cui opera al fine di valutare la convenienza dell'acquisto della partecipazione. Inoltre, un altro aspetto non trascurabile è relativo alle informazioni a disposizione del soggetto incaricato dell'analisi. Siamo ancora in una fase embrionale dell'operazione in cui molto probabilmente non sono intervenuti neanche dei contatti con la proprietà della target pertanto la valutazione non potrà che avvenire sulla base di informazioni pubbliche. Risulterebbe pertanto molto difficile svolgere un'analisi strategica più approfondita e volta a capire le reali strategie implementate dalla target.

1.2. La valutazione della società target.

L'analisi strategica ha consentito di raccogliere tutte quelle informazioni relative al segmento di mercato in cui opera la società target al fine di procedere ad una prima stima delle prospettive di crescita della stessa. La fase successiva è quella valutativa. Tale attività è volta a quantificare, seppur in prima approssimazione, il valore del capitale aziendale della target che, in un contesto finalizzato alla cessione della partecipazione, assume la configurazione di capitale economico⁵ e,

⁵ La quantificazione del valore del capitale aziendale impone, in primo luogo, la necessità di capire quali siano le motivazioni sottese alla valutazione. Ciò si rende necessario in quanto la valutazione dell'azienda (o delle sue quote partecipative) assume connotati diversi in funzione degli obiettivi che vogliono essere perseguiti con la stessa. In particolare, in ragione delle differenti finalità perseguite il capitale dell'azienda assumerà configurazioni diverse. Lo stesso infatti, oltre alla configurazione di capitale economico, potrà assumere anche quella di capitale di funzionamento ovvero di liquidazione. Nel primo caso il capitale viene designato come l'insieme di tutti gli elementi attivi e passivi legati a sistema nell'ottica della continuazione dell'attività aziendale, nel secondo, invece verranno considerati in una logica atomistica e valutati in base al loro presunto valore di realizzo per

segnatamente, di una frazione del capitale economico che verrà acquisito con l'acquisto delle quote o delle partecipazioni. Sono due i profili che, a mio avviso, debbono essere sottolineati: il primo è relativo alle informazioni sulla base delle quali verrà svolta la valutazione, il secondo attiene alla rilevanza della stessa. Rispetto al primo profilo si deve sottolineare che la valutazione verrà svolta esclusivamente sulla base delle risultanze di bilancio. In questa fase tendenzialmente non saranno, infatti, ancora intervenuti dei contatti con la proprietà pertanto la valutazione verrà sviluppata solo sulla base di informazioni qualificate come "pubbliche". Il secondo aspetto è quello relativo all'importanza di tale attività: il risultato a cui si giungerà sarà infatti il presupposto sul quale poter formulare una prima ipotesi di prezzo.

È quindi necessario, primariamente, definire i tratti qualificanti il concetto di capitale economico, per poi individuare i principi generali sulla base dei quali dovrà essere svolta l'attività valutativa e rinviare quindi, ad un momento successivo, l'analisi delle metodologie attraverso le quali è possibile stimarne il valore.

La definizione di capitale economico presuppone la qualificazione dell'azienda come una *res sovraordinata* costituita da un insieme di beni legati sistematicamente, in continua evoluzione e tesa al raggiungimento dell'equilibrio economico durevole nel tempo. In ragione della sua natura, la logica valutativa sottesa sarà di tipo sintetico- unitaria. In particolare, la valutazione sarà sintetica in quanto individuerà "direttamente il valore del capitale senza passare da una fase preliminare di stima dei singoli elementi ed unitaria [in quanto farà] riferimento ad una valutazione che guarda direttamente al complesso di fattori e che porta ad un valore non suddivisibile tra i vari elementi del capitale⁶". Secondo l'impostazione tradizionale, il valore che questo complesso di beni assume è quantificabile sulla base della capacità dello stesso di produrre reddito nel tempo. È proprio sulla base di questo assunto che sono state tipizzate le prime metodologie valutative: secondo l'impostazione tradizionale queste dovevano basarsi sulla capitalizzazione dei redditi futuri attesi, in quanto il reddito era la grandezza maggiormente rappresentativa del valore dell'azienda. Parallelamente, nella prassi, si sono

le attività ed al valore presumibile di estinzione per le passività. Con riferimento al capitale di funzionamento, al contrario, la "logica valutativa è di tipo analitico sistematica, intendendo per analitica il fatto che vengono valutati i singoli elementi patrimoniali attivi e passivi e per sistematica il fatto che ogni singolo elemento viene stimato in funzione degli altri n-1 elementi con cui si va a combinare". Così GONNELLA, *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, Pisa, Edizioniplus, 2008, 24.

⁶ Così GONNELLA, *op. cit.*, nota 5, p. 24.

sviluppate altre metodologie valutative: da una parte i metodi patrimoniali dall'altra quelli finanziari. Gli stessi possono essere qualificati come indiretti in quanto si giunge alla valutazione del capitale economico attraverso la determinazione di grandezze flusso e stock. A questi si affiancano i metodi di valutazione diretti che si basano, al contrario, sul valore di mercato delle partecipazioni dell'azienda. Al di là del metodo prescelto, ciò che caratterizza la quantificazione del valore economico del capitale aziendale è il profilo soggettivo della valutazione. In questo senso è necessario individuare “un insieme di requisiti cui far riferimento per contenere gli ambiti di discrezionalità entro limiti accettabili⁷” e, di conseguenza, per far sì che il valore che ne derivi si caratterizzi per i requisiti di razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità. Tali, in particolare, debbono essere i criteri che devono caratterizzare la valutazione. In questo senso la valutazione deve essere espressiva delle seguenti caratteristiche: “razionalità si intende nel senso che essa deve derivare da un processo logico, chiaro e conveniente; e come tale largamente condivisibile; dimostrabilità nel senso che dev'essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati contabili; neutralità nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarietà immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti, senza ragione, i risultati delle stime; stabilità intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari⁸”.

Delineati il concetto di capitale economico e le linee guida sulle base delle quali è possibile quantificarlo, è necessario definire le metodologie di valutazione dello stesso. In questo senso si distinguono:

- I metodi reddituali;
- I metodi finanziari;
- I metodi patrimoniali;
- I metodi misti.

La valutazione del capitale economico attraverso i metodi reddituali postula una concezione dell'azienda secondo cui la stessa si caratterizza per essere un complesso organizzato di beni finalizzato alla realizzazione di un risultato economico soddisfacente per gli investitori. In questo senso la valutazione si deve

⁷ Così MADONNA, *La valutazione del capitale economico*, in *Manuale di tecnica professionale. Valutazioni d'aziende, valutazioni straordinarie e fiscalità d'impresa*, Padova, Cedam, 2008, p.11.

⁸ Così GUATRI, *I principi di misura del valore*, in *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1998, p. 41.

necessariamente basare sulla capitalizzazione di quella grandezza espressiva della remunerazione del capitale di rischio ovvero il reddito. In particolare:

$$W = R/i$$

Dove:

W è il valore economico dell'azienda;

R il reddito medio prospettico

i è il tasso di capitalizzazione.

Sarà necessario primariamente descrivere tali grandezze per poi individuare le metodologie attraverso le quali sarà possibile addivenire alla loro quantificazione. Il reddito medio prospettico “esprime l’attitudine dell’impresa a produrre reddito e si caratterizza per essere un reddito medio rappresentativo di condizioni normali di gestione, al netto di eventuali oneri figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio⁹”. Sono due le problematicità che vengono in considerazione rispetto alla sua valutazione: l’una è relativa alla definizione del reddito da capitalizzare, l’altra alla quantificazione dei flussi reddituali futuri attesi. Per identificare il reddito da capitalizzare è necessario *normalizzare* il risultato di esercizio. In particolare è necessario depurare lo stesso di tutte quelle componenti che non sono tipiche della gestione caratteristica dell’azienda o che si qualificano per profili di straordinarietà. È necessario, inoltre, tener conto degli effetti distorsivi dell’inflazione e ricalcolare le imposte sulla base del nuovo valore rettificato¹⁰. Rispetto alla quantificazione dei flussi reddituali attesi, diversi sono gli approcci che possono venire in considerazione. In particolare:

- Il metodo dei risultati storici;
- Il metodo della proiezione dei risultati storici;
- Il metodo della proiezione dei risultati programmati;
- Il metodo dell’innovazione.

⁹ Così GALEOTTI, *Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico, Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002, p.54.

¹⁰ Si deve sottolineare come sarebbe necessario tenere in attenta considerazione le eventuali politiche di bilancio che possono inficiare sensibilmente la quantificazione del risultato di esercizio. In questa fase però non sarà possibile considerare questo fattore distorsivo in quanto l’attività di valutazione si basa meramente sulle informazioni pubbliche. Per poter infatti tenere in debita considerazione questo aspetto sarebbe necessario essere nella disponibilità della situazione contabile dell’azienda di cui però si potrà disporre solo nella fase successiva di *due diligence* nella misura in cui la stessa venga prevista nella lettera di intenti.

Il metodo dei risultati storici “si limita a proiettare nel futuro i risultati realizzati nel passato¹¹”. Attraverso questo approccio si rinuncia quindi ad un’analisi previsionale e si postula che i risultati che verranno conseguiti non saranno difforni rispetto a quelli passati. Ciò implica un’ulteriore conseguenza in termini semplificativi: si presume infatti che le condizioni economiche, di operatività dell’azienda nonché le condizioni del mercato rimangano inalterate. Detto questo, è innegabile il legame tra i risultati passati e quelli futuri, soprattutto nella misura in cui si guardi al profilo gestionale, è tuttavia altrettanto innegabile che il mercato in cui l’azienda opera sia in continua evoluzione e le variabili che ne determinano i mutamenti non sono spesso dalla stessa controllabili. In questo senso viene mossa la principale critica a tale metodologia: l’incapacità di considerare la dinamica evolutiva. Per superare il predetto limite appare più coerente utilizzare il metodo della proiezione dei risultati storici: occorre cioè “proiettare nel futuro il reddito [medio] storico normalizzato, alla luce della presunta evoluzione delle condizioni aziendali ed ambientali capaci di incidere in modo significativo sull’economicità dell’impresa¹²”. In questo senso sarà necessario individuare le principali variabili, tanto interne quanto esterne all’azienda, che possono incidere sulla capacità della stessa di produrre reddito. L’analisi si dovrà sviluppare, pertanto, su due livelli: l’uno “avrà ad oggetto l’ambiente economico generale, per individuare i principali fattori di carattere globale che influenzano l’attività di impresa ed interpretarne l’evoluzione; il settore di appartenenza, per definire i fattori critici di successo ed approfondirne i loro probabili sviluppi; [l’altro avrà ad oggetto] l’azienda, per interpretarne, in prospettiva, il posizionamento competitivo e le condizioni operative interne¹³”. Rispetto a questo *secondo livello* di analisi emergono delle problematiche: la valutazione che viene svolta in questa fase, infatti, trova quale unica fonte informativa i bilanci: non si avranno pertanto a disposizione tutte quelle informazioni di carattere gestionale che permettono di individuare le variabili più significative che incidono sulla creazione del reddito¹⁴. In questo senso sarà possibile, almeno in parte, colmare tale lacuna informativa attraverso un’analisi per indici volta a capire, seppur in prima approssimazione, quali siano le variabili che

¹¹ Così MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p. 33.

¹² Così GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 64.

¹³ Così, di nuovo, GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 65.

¹⁴ Queste informazioni infatti potranno essere poste nella disponibilità del potenziale acquirente, e del professionista che lo affiancherà nell’operazione, solo dopo la sottoscrizione della lettera di intenti e solo nella misura in cui la stessa preveda lo svolgimento della *due diligence*. Per un approfondimento in tal senso si rinvia al capitolo II.

maggiormente incidono sulla dinamica reddituale. La dottrina maggioritaria ritiene che il valore maggiormente significativo in tal senso possa essere individuato nel ROI e nella sua successiva scomposizione.

La letteratura in tema di quantificazione del reddito medio prospettico individua altre due metodologie attraverso le quali è possibile determinare tale valore. Si fa riferimento al metodo della proiezione dei risultati programmati ed a quello dell'innovazione. Il primo si fonda sulla possibilità di quantificare il reddito medio prospettico sulla base dei budget elaborati dall'azienda, il secondo, invece, postula un cambiamento radicale delle condizioni di operatività della stessa. Quindi il reddito normalizzato verrà "proiettato" nel futuro rettificandolo sulla base dei nuovi scenari in cui l'azienda opererà derivanti dal mutamento della strategia aziendale. A tali approcci metodologici vengono rivolte diverse critiche. Rispetto al primo è necessario, da una parte, verificare il grado di attendibilità del sistema di pianificazione sulla base del quale è stato redatto il piano di budget e, dall'altra, è necessario tenere in considerazione lo scopo tipico dello stesso. Questo infatti non è "quello di esprimere in via preventiva i risultati dell'attività aziendale, bensì di fissare obiettivi da raggiungere e di correlarli in modo appropriato con risorse e comportamenti¹⁵". In questo senso quindi i dati potrebbero essere sovrastimati per svolgere una funzione di stimolo rispetto ai soggetti che operano in azienda. Rispetto al metodo dell'innovazione invece le problematiche sono relative al fatto che la previsione, formulata ipotizzando radicali cambiamenti e miglioramenti gestionali, finisce spesso per condurre alla stima di un valore astratto di dubbia significatività. Tale valore risulta, infatti, coerente con una visione ottimale delle performance aziendali, rispetto al quale, però, è difficile separare le semplici speranze dalla effettive potenzialità dell'impresa¹⁶". Al di là di tali critiche, ciò che rileva è l'impossibilità di utilizzare queste metodologie in questa fase in quanto, di nuovo, la valutazione è svolta sulla base del bilancio. In questo senso quindi certamente non è dato conoscere né i piani di budget né quelle che saranno le future scelte gestionali della target.

Quantificato il reddito medio prospettico è necessario scegliere il tasso di capitalizzazione. Questo può essere identificato con "la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività aziendale, alla luce del rischio connesso alla

¹⁵ Così GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 73.

¹⁶ Così GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 71.

specifica impresa e delle correnti condizioni di mercato¹⁷”. Lo stesso è dato dalla somma di due grandezze: il tasso di remunerazione che il mercato riconosce agli investimenti a rischio zero ed il premio per il rischio “la cui entità varia in funzione delle condizioni di variabilità/ incertezza proprie della specifica impresa¹⁸”. Rispetto al primo parametro, il tasso di rendimento privo di rischio “sta ad indicare la possibilità per l’investitore di allocare le proprie risorse senza incorrere in alcun tipo rischio; la remunerazione così ottenuta è, in questo caso, da intendersi come il premio che l’investitore riceve per il fatto di privarsi, temporaneamente, della propria liquidità¹⁹”. Tipicamente vengono qualificati a rischio zero gli investimenti in titoli di Stato. Maggiori problematicità emergono invece rispetto alla stima del premio per il rischio. In letteratura è possibile ravvisare diverse metodologie sulla base delle quali è possibile stimare tale parametro, in particolare:

- Valutazione sintetico- soggettiva;
- Valutazione dedotta dal mercato (modello CAPM).

La valutazione sintetico- soggettiva si basa sull’assunto secondo il quale il rischio non è una grandezza misurabile in modo oggettivo e rigoroso. Da ciò ne deriva che la sua quantificazione verrà effettuata sulla base di una valutazione sintetica del complesso aziendale influenzata, da un lato, da fattori di rischio²⁰ individuati dallo stimatore e, dall’altro, dall’esperienza dello stesso²¹.

L’altra metodologia che viene in considerazione è quella per la quale il tasso di capitalizzazione venga dedotto, in maniera comparativa, dal mercato. In particolare il modello CAPM stima il rischio in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto a quelli del mercato azionario. Il premio per il rischio viene rappresentato come:

$$(R_m - R_f) \cdot \beta$$

¹⁷ Così MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p. 35.

¹⁸ Così GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 76.

¹⁹ Così COTTA RAMUSINO, *Il costo del capitale*, in *La valutazione d’azienda*, Milano, Il sole 24 ore, 2003, p.481.

²⁰ Questi possono essere distinti quali fattori di rischio esterni ed interni. Rispetto ai primi si fa riferimento alla situazione socio- politica in cui versa il Paese in cui opera l’azienda, la presenza di barriere all’entrata nel mercato, la dinamica della domanda, la volatilità dei prezzi. Rispetto al secondo, in questa fase del processo di cessione delle partecipazioni, non è possibile individuarne diversi se non quelli emergenti dall’analisi di bilancio. Si pensi, per esempio, ad un eccessivo indebitamento.

²¹ Per cercare di limitare la discrezionalità valutativa, la dottrina ha individuato un’altra metodologia sulla base della quale quantificare il tasso di attualizzazione. Si fa riferimento alla valutazione analitico- sintetica che diverge da quella sintetico- soggettiva essenzialmente perché lo stesso valutatore esplica quali sono i profili di rischio rintracciati e ne quantifica l’incidenza.

Dove:

R_m è il tasso di rendimento medio del mercato;

R_f è il tasso di remunerazione per investimenti a rischio zero;

β è il coefficiente di variabilità, o di rischio sistematica dell'azienda, che misura il rischio specifico della stessa in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale del mercato.

La differenza tra il tasso di rendimento medio del mercato ed il tasso di remunerazione per investimenti a rischio zero rappresenta il premio per il rischio generale di mercato ovvero la remunerazione media che verrà corrisposta a coloro i quali investono in titoli negoziati nei mercati regolamentati. Tali grandezze vengono quantificate su base statistica osservando quindi il valore assunto dai titoli azionari in un arco temporale almeno pari a cinque anni. Questa metodologia ha il pregio di essere meno discrezionale e più oggettiva nella quantificazione delle grandezze in esame ma, dall'altra parte, risulta essere efficiente solo nella misura in cui si faccia riferimento ad aziende quotate. Qualora infatti l'azienda della quale si vogliano acquistate quote partecipative non dovesse essere quotata si porrebbero una serie di criticità relative all'individuazione di imprese quotate assimilabili a quella da valutare (non quotata) in termini di esposizione al rischio e, sulla base di tale comparazione, stimare il premio.

La quantificazione del capitale economico come rapporto tra reddito medio prospettico e tasso di capitalizzazione presuppone delle semplificazioni *ab origine*. L'assunto su cui si basa infatti il metodo reddituale in discussione, definito *semplice*, è duplice. Si assume, in primo luogo e per mera semplicità, la costanza dei redditi nel tempo ed inoltre anche la vita illimitata del complesso produttivo. Proprio in funzione di tali semplificazioni la dottrina aziendalistica ha elaborato un ulteriore metodo, sempre di tipo reddituale, che invece quantifica il valore del capitale economico attualizzando i flussi reddituali analiticamente per ciascun periodo a cui si estende l'analisi prospettica. Il metodo viene definito reddituale complesso.

Altra metodologia attraverso la quale è possibile stimare il valore del capitale economico è quella finanziaria. Il metodo finanziario, come quello reddituale, fonda la valutazione del capitale economico sulla determinazione di grandezze flusso quali i flussi monetari attesi. In particolare l'assunto su cui si basa tale metodologia è quello per il quale l'investimento nel capitale di impresa possa assimilarsi a

qualsiasi altro investimento la cui remunerazione è caratterizzata da un premio monetario quantificato sulla base del rischio insito nello stesso. In questo senso, il valore economico del capitale verrà quantificato attualizzando “il flusso monetario (o di cassa) disponibile per l’investitore, ossia la somma che la gestione renderà via via disponibile per i titolari del capitale di impresa²²”: oggetto quindi di attualizzazione saranno i flussi di cassa che l’azienda potrà *liberamente* pagare agli azionisti. La dottrina aziendalistica ha qualificato tali flussi come *free cash flow* intendendo, in tal senso, “quel flusso di cassa che l’impresa può pagare senza pregiudicare le proprie prospettive di crescita²³”. Pertanto, nella determinazione di tale grandezza, si dovranno tenere in considerazione tanto le esigenze di investimento dell’impresa tanto il fatto che il pagamento dei dividendi agli azionisti non debba concretizzarsi con un eccessivo ricorso al capitale di credito. Il valore economico dell’azienda sarà quindi pari a:

$$W = F_1 (1 + i)^{-1} + F_2 (1 + i)^{-2} + \dots + F_n (1 + i)^{-n}$$

Dove:

F sono i flussi di cassa disponibili attesi;

i è il tasso di attualizzazione.

Le maggiori problematiche che comporta l’adozione di tale metodo valutativo sono riferibili alla quantificazione del flusso di cassa disponibile atteso. Per poter giungere alla definizione di tale grandezza è necessario, in primo luogo, stimare il flusso di cassa di periodo, per poi, nella fase successiva, quantificare quello atteso²⁴. Rispetto al primo profilo sono due le modalità attraverso le quali può essere stimato: l’una guarda alla remunerazione del capitale investito attraverso i soli flussi monetari derivanti dall’attività caratteristica, l’altra attraverso i flussi di cassa totali generati dalla gestione complessiva. Il primo approccio, definito *unlevered*, quantifica il valore economico dell’azienda attraverso la capacità della stessa di generare liquidità dalla gestione operativa. Il flusso monetario che ne deriverà sarà pari a :

²² Così GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 57.

²³ Così COTTA RAMUSINO, *op. cit.*, nota 19, p. 112

²⁴ In questo elaborato si è scelto di fare riferimento al flusso di cassa così come definito dallo IAS 17 in quanto il metodo finanziario ha origini prettamente anglosassoni. La dottrina aziendalistica italiana tende a definire la grandezza di riferimento in vari modi: tendenzialmente si parla di capitale circolante netto.

utile prima delle imposte
+ oneri finanziari/ - proventi finanziari
+ perdite su cambi/ - utili su cambi
+ costi non monetari (ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni, minusvalenze)
- Ricavi non monetari (incrementi di immobilizzazioni, plusvalenze)
- Incremento / + decremento rimanenze
- Incremento / + decremento crediti caratteristici
+ Incremento / - decremento debiti caratteristici
= disponibilità liquide generate dalle operazioni

Tabella 1: Flusso di cassa generato dalle operazioni.

Quantificare il flusso di cassa atteso sulla base delle disponibilità liquide generate dalle operazioni, ha sottolineato parte della dottrina aziendalistica “permette di cogliere il fondamento economico dell’azienda, prescindendo dai condizionamenti derivanti dalla struttura finanziaria²⁵”. In questo senso quindi si apprezza il valore del capitale aziendale guardando solo all’aspetto economico, prescindendo dalla struttura finanziaria ed assumendo quindi, implicitamente, che la stessa sia finanziata solo con capitale proprio.

Altro approccio attraverso il quale è possibile quantificare il flusso di cassa disponibile è quello che tiene in considerazione i flussi di cassa totali derivanti dall’intera gestione. In questo senso, guardando parallelamente al profilo reddituale, il riferimento non è più al risultato operativo ma a quello netto perché è questa la grandezza che rappresenterà la remunerazione dei soci. Attraverso questo approccio cioè si vuole misurare la capacità dell’azienda di generare liquidità da destinare ai soci che, sotto il profilo reddituale, è equiparabile al risultato netto. L’approccio in commento viene definito *levered* ed il flusso che ne deriva è pari a:

utile prima delle imposte
+ oneri finanziari/ - proventi finanziari
+ perdite su cambi/ - utili su cambi
+ costi non monetari (ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni, minusvalenze)
- Ricavi non monetari (incrementi di immobilizzazioni, plusvalenze)
- Incremento / + decremento rimanenze

²⁵ Così GALEOTTI, *op. cit.*, nota 9, p. 60.

- Incremento / + decremento crediti caratteristici
+ Incremento / - decremento debiti caratteristici
= disponibilità liquide generate dalle operazioni
+ proventi finanziari riscossi/ - oneri finanziari pagati
- imposte sul reddito pagate
= disponibilità liquide derivanti dall'attività operativa

Tabella 2: Flusso di cassa derivante dall'attività operativa.

L'approccio *levered* quantifica il flusso di cassa di periodo considerando anche le imposte. Ciò si giustifica per due ordini di motivi: il primo è relativo all'assunto sul quale si basa tale metodologia valutativa, l'altro alla natura dell'imposizione fiscale. Rispetto al primo profilo, infatti, è chiaro che nella misura in cui si ritenga che il valore del capitale aziendale sia pari alla capacità dell'azienda di generare liquidità e, sotto il profilo reddituale, questa venga assimilata al risultato netto, non possono non essere tenute in considerazione le imposte perché l'adempimento degli obblighi fiscali imporrà una riduzione della liquidità da destinare ai soci e, di conseguenza, una riduzione del valore economico del capitale aziendale. Questo infatti, secondo l'approccio finanziario, viene quantificato sulla base della remunerazione da destinare agli stessi su base monetaria. È inoltre importante considerare il carico fiscale perché lo stesso dipenderà dalle forme giuridiche attraverso le quali potrà essere esercitata l'attività di impresa: in questo senso quindi la valutazione potrebbe essere sensibilmente modificata. L'approccio *unlevered*, al contrario, quantifica il flusso di cassa al lordo delle imposte: queste cioè non vengono portate a rettifica dello stesso. Ciò si giustifica in quanto il flusso di cassa che viene quantificato è quello che deriva dalla gestione caratteristica. In questo senso quindi tale approccio è essenziale qualora la valutazione voglia essere comparativa rispetto a diverse aziende svolgenti la medesima attività.

Quantificato il flusso di cassa disponibile atteso, è necessario stimare il tasso di attualizzazione. Rispetto a quest'ultimo profilo, le modalità attraverso le quali lo stesso dovrà essere quantificato non differiscono rispetto a quelle definite per la quantificazione del tasso di capitalizzazione del reddito medio prospettico.

La prassi tecnico contabile ha poi implementato un'ulteriore metodologia attraverso la quale è possibile stimare il valore economico del capitale aziendale. Si fa riferimento al metodo patrimoniale che, al contrario di quello reddituale ovvero

finanziario, fonda la valutazione del capitale economico su una grandezza stock qual è il patrimonio. Rispetto a tale metodologia sarà necessario, in primo luogo, individuare la logica valutativa sottostante per poi delinearne gli elementi caratterizzanti. In particolare, “la logica sottesa alla valutazione patrimoniale guarda all’azienda oggetto di valutazione come ad un complesso di beni (impianti, immobili, scorte, titoli, know – how, ecc.) che l’investitore dovrebbe acquisire per istituire una nuova impresa con struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica; si mira pertanto a definire l’impiego di capitale che dovrebbe essere effettuato, senza tener conto della redditività prospettica [dello stesso], implicitamente assumendo che l’investimento sia remunerativo rispetto alle condizioni del mercato dei capitali²⁶”. Sono quindi due i connotati che caratterizzano questo metodo: l’uno è l’assunto secondo il quale, aprioristicamente, l’investimento sarà remunerativo e l’altro è la mancanza di una visione prospettica nell’analisi in ragione, appunto, dell’assunzione di base sul quale lo stesso si fonda. Da ciò ne derivano importanti implicazioni metodologiche nella valutazione. La stima del capitale aziendale che ne deriverà infatti si caratterizzerà per essere:

- Una stima a valori analitici, in quanto la stessa avrà ad oggetto i singoli beni che compongono il patrimonio aziendale;
- A valori di sostituzione, in quanto l’ipotesi di fondo è la riproduzione o il riacquisto degli impieghi e la rinegoziazione delle fonti;
- A valori correnti, in quanto basata su valori di mercato.

Definiti i connotati che assumerà la stima del capitale economico, sarà necessario individuare quali beni, facenti parte del patrimonio aziendale, debbono essere considerati parte del complesso aziendale, oggetto pertanto di valutazione. Le problematiche che vengono in considerazione attengono ad almeno due profili. Il primo è relativo al considerare o meno parte del complesso aziendale gli *assets* immateriali: da tale scelta ne deriva la distinzione tra metodo patrimoniale semplice e complesso; il secondo profilo è relativo al trattamento di quei beni qualificabili come *capitali accessori* ovvero quei “beni [che] non rientrano tra le attività strumentali della gestione caratteristica e non concorrono quindi alla formazione del reddito operativo²⁷”.

²⁶ Così CINQUINI, *L’enfasi sui valori della struttura aziendale: le stime patrimoniali*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002, 35.

²⁷ Così MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p. 26.

Il metodo patrimoniale semplice considera quali beni appartenenti al complesso aziendale solo quelli dotati del requisito della tangibilità; al contrario, il metodo patrimoniale complesso, considera anche gli *intangible assets*. Al di là dell'oggetto della valutazione più o meno ampio, l'approccio alla quantificazione del loro valore è lo stesso. Fonte essenziale su cui basare la valutazione è il bilancio ed, in particolare, lo stato patrimoniale. Lo stesso dovrà essere oggetto di una serie di rettifiche volte a garantire una quantificazione del capitale economico di tipo analitico, a valori correnti e di sostituzione. Il patrimonio netto contabile dovrà essere pertanto rettificato sulla base delle seguenti indicazioni:

- Revisione contabile di tutti gli elementi attivi e passivi;
- Quantificazione del valore corrente;
- Attualizzazione dei crediti e dei debiti al tasso di mercato.

La revisione contabile di tutti gli elementi che compongono il patrimonio aziendale persegue un duplice obiettivo. Da un parte vuole verificare la corretta contabilizzazione delle poste attive e passive e della documentazione a sostegno delle operazioni contabili e, dall'altra, è volta a depurare i valori di bilancio da tutte quelle rettifiche effettuate in sede di assestamento. La fase successiva è finalizzata alla conversione del valore dei beni iscritti a bilancio al loro valore corrente. In particolare gli elementi attivi vengono quantificati sulla base del loro valore corrente di acquisto, se hanno un mercato; in caso contrario, qualora non sia possibile avere un valore attendibile, al valore di *rimpiazzo*²⁸. Sarà infine necessario attualizzare i crediti fruttiferi nella misura in cui il tasso pattuito dovesse essere diverso rispetto a quello di mercato. In questo senso, al termine dell'attività valutativa, il valore economico dell'azienda sarà pari a:

$$W = K'$$

Dove:

W è il valore economico dell'azienda;

K' è il patrimonio netto rettificato.

La metodologia di quantificazione del valore economico del capitale aziendale attraverso il metodo patrimoniale può avere per oggetto anche i beni immateriali: in questo caso si parla di metodo patrimoniale complesso. In particolare si valutano

²⁸ Così lo definisce MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p. 23.

“oltre agli elementi iscritti nello stato patrimoniale, anche altri non rilevati in contabilità generale alla data di riferimento della valutazione. Tali risorse, solitamente, sono identificabili con beni immateriali che, benché non siano stati contabilizzati, sono fonte di utilità per l’azienda e, perciò, devono essere considerati e valutati²⁹”. In questo senso il valore economico del capitale aziendale sarà pari a:

$$W = K' + V_{bi}$$

Dove:

W è il valore economico dell’azienda;

K' è il patrimonio netto rettificato;

V_{bi} è il valore attribuito ai beni immateriali non contabilizzati.

Il problema che viene quindi in considerazione in tale fase è la valutazione degli *intangible assets*. In questo senso è possibile distinguere due metodologie di quantificazione del loro valore: il metodo analitico ed il metodo empirico. Il primo si caratterizza perché la valutazione viene effettuata su base documentaria; il secondo, al contrario si basa su “parametri e formule dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori del mercato (prezzi fatti) o in altre forme dedotte dall’esperienza. (...) La differenza sostanziale tra i due procedimenti complessi consiste in ciò: quello analitico è una dimostrazione razionale, basata su dati, del valore attribuibile a specifici beni immateriali (del tipo: il marchio, il brevetto, ecc.). Mentre quello empirico non dimostra nulla, ma si fonda su un parametro o su di una formula dedotta dall’osservazione di transazioni intervenute sul mercato o su dati d’esperienza³⁰”. La dottrina aziendalistica ha individuato diverse modalità attraverso le quali è possibile valutare analiticamente i beni immateriali. Si fa riferimento, in particolare, alla:

- Determinazione del valore residuo dei costi sostenuti;
- Attualizzazione dei costi da sostenere per la riproduzione dei beni immateriali;
- Attualizzazione dei redditi derivanti dai beni immateriali;
- Attualizzazione delle perdite derivanti dalla cessione di tali beni.

²⁹ Così GONNELLA, *op. cit.*, nota 5, p. 194.

³⁰ Così GUATRI, *Il metodo patrimoniale semplice*, in *Valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Milano, Egea, 1990, 205, 206.

Quantificare il valore dei beni immateriali attraverso la determinazione del valore residuo significa attribuire agli stessi un valore pari alla differenza tra il costo sostenuto per realizzarli e la riduzione di valore che gli stessi hanno subito. È lo stesso approccio seguito per i beni dotati del requisito della tangibilità e ne condivide anche i limiti in tema di scarsa significatività dei dati storici. Altro approccio è quello basato sulla stima del presunto costo di riproduzione dei beni immateriali. In questo caso il calcolo del costo può avvenire per via analitica quindi quantificando i volumi di attività necessari per la riproduzione ed i costi unitari dei singoli beni che sarà necessario utilizzare oppure può essere stimato per indici. In particolare cioè verrà quantificato un moltiplicatore della spesa media sostenuta negli anni per realizzare quel bene immateriale. Qualunque sia la metodologia utilizzata, in ogni caso, il valore che ne deriva dovrà essere rettificato per tener conto dello stato d'uso del bene. Di solito la perdita di valore viene quantificata stimando un coefficiente basato sulla vita utile del bene. In particolare, il costo di riproduzione dovrà essere rettificato sulla base del rapporto tra la sua vita residua e la vita utile complessiva. Attraverso l'attualizzazione dei redditi derivanti dai beni immateriali invece si pone l'accento su quei beni che possono essere oggetto di diritti. A titolo esemplificativo si pensi ai marchi o alle licenze. Condizione imprescindibile per l'utilizzo di tale metodologia è che si sia in grado di "isolare in modo attendibile i risultati economici differenziali legati ad alcuni beni immateriali"³¹. In questo caso il valore del bene è stimato sull'attualizzazione dei redditi che ne possono derivare nella misura in cui ne dovesse essere concesso l'utilizzo a terzi. Ultima metodologia a venire in considerazione è quella che quantifica il valore economico dei beni in commento sulla base dell'attualizzazione delle perdite in caso di cessione. Tale approccio equipara il valore dei beni immateriali al costo che "i responsabili dell'azienda sarebbero disposti a pagare per riottenere gli elementi che in ipotesi venissero a mancare (costo della perdita)"³².

Ultima problematicità a venire in considerazione è il trattamento dei capitali accessori. La letteratura aziendalistica ha conosciuto posizioni contrastanti sul punto. Alcuni infatti hanno sostenuto che fosse necessario distinguere i capitali accessori dalla valutazione dell'azienda in quanto peculiarità di tali beni è la possibilità di essere trasferiti, o realizzati sul mercato, disgiuntamente rispetto all'azienda di cui fanno parte, senza alterarne né l'organizzazione produttiva né la

³¹ Così GUATRI, *op. cit.*, nota 30, p. 252.

³² Così CINQUINI, *op. cit.*, nota 26, p. 49.

funzionalità. Al contrario, altri hanno sottolineato l'impossibilità di poter tracciare una distinzione in tal senso in quanto, talvolta, vi è l'impossibilità di discernere quali beni siano più o meno attinenti alla gestione caratteristica. Gli stessi hanno inoltre giustificato tale orientamento in considerazione del fatto che qualora un bene entri nel patrimonio aziendale dovrà essere valutato con gli stessi criteri applicati agli altri.

Definite le peculiarità del metodo patrimoniale nelle sue diverse configurazioni, sono due gli elementi che, a mio avviso, debbono essere sottolineati. Il primo profilo è relativo alla differenza tra patrimonio netto e patrimonio netto rettificato: l'avviamento. Nella misura in cui lo stesso sarà positivo si parla di *good will* e rappresenta la capacità dell'azienda di creare valore. In questo senso quindi la mancanza di una visione prospettica tipica di tale metodologia potrebbe essere sopperita, almeno in parte, attraverso la quantificazione di tale grandezza qualora si fosse in grado poi di fornirne una valutazione in chiave futura. Inoltre l'altro profilo a venire in considerazione è relativo alla fonte informativa su cui viene svolta la valutazione: il bilancio ed, in particolar modo, lo stato patrimoniale. Questo dovrà essere rettificato per depurarlo di tutti quegli elementi che possono distorcerne ed alterarne la valutazione. Ciò che ne deriva è quindi una significativa difficoltà applicativa dello stesso in una fase propedeutica all'incontro tra le parti, alla sottoscrizione della lettera di intenti ed alla successiva *due diligence*. In questo contesto quindi non sarà possibile procedere a tutte le rettifiche necessarie per poter qualificare il patrimonio netto come rettificato dalla migliore dottrina aziendalistica. Si dovranno quindi considerare i dati del bilancio nella consapevolezza delle possibili distorsioni che lo potranno caratterizzare ma delle quali si potrà avere, eventualmente, contezza solo in una fase successiva ovvero attraverso la *due diligence*. È altrettanto vero, però, che tali criticità verranno meno qualora lo stesso bilancio sia certificato da un revisore legale dei conti o da una società di revisione. È chiaro infatti che in tal caso lo stato patrimoniale sarà in grado di rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale dell'azienda. Rappresenterà quindi una base di dati sufficientemente attendibile per la quantificazione del valore economico dell'azienda.

Negli ultimi anni la dottrina aziendalistica per superare le criticità tipiche tanto dei metodi basati sui flussi, reddituali o finanziari, quanto di quelli basati su grandezze stock ha elaborato un'ulteriore metodologia attraverso la quale è possibile stimare il valore del capitale economico. Si fa riferimento ai cosiddetti metodi misti:

l'obiettivo è quello di bilanciare le informazioni derivanti dall'applicazione delle due metodologie valutative. In particolare infatti "il riferimento esplicito al valore degli elementi patrimoniali può agevolare la dimostrabilità della valutazione rendendo, almeno sotto il profilo formale, maggiormente oggettivo il procedimento di calcolo. (...) Considerando anche le variabili reddituali, inoltre, non si viola il principio in base al quale il valore dell'azienda dipende dalla sua attitudine a produrre nell'avvenire³³". Nella loro formulazione più semplice il valore economico dell'azienda è dato dalla media aritmetica delle stime patrimoniali e reddituali, segnatamente:

$$W = \frac{(K' + R/i)}{2}$$

Dove:

W è il valore economico dell'azienda;

K' è il patrimonio netto rettificato;

R/i è il flusso di reddito attualizzato.

Tale approccio si caratterizza però per importanti criticità: da una parte infatti si ha un'impostazione tipicamente matematica e quindi razionale: ciò è senz'altro positivo ma, nel contempo, è anche il più importante limite di tale metodologia: non è infatti in grado di cogliere la complessità del fenomeno aziendale. Inoltre, altro aspetto non trascurabile, si ripresentano le stesse problematiche tipiche dei metodi reddituali e patrimoniali in tema di quantificazione del valore. In particolare: difficoltà di quantificazione dei flussi attesi, difficoltà di quantificare il tasso di attualizzazione o capitalizzazione, mancanza di una prospettiva futura nella stima del patrimonio. Per tentare di superare tali limiti, la dottrina aziendalistica ha elaborato un'ulteriore metodo attraverso il quale è possibile quantificare il valore economico dell'azienda ovvero la stima autonoma dell'avviamento. Tale metodo può essere definito come misto ed analitico in quanto postula la quantificazione del valore dei singoli elementi attivi e passivi che compongono il complesso aziendale, in una logica quindi prettamente patrimoniale, e dall'altro, è qualificabile come misto perché guarda anche alla dinamica reddituale capitalizzando, però, solo una parte del reddito atteso, il cosiddetto sovrareddito. La determinazione del valore

³³ Così BIANCHI MARTINI, *Il bilanciamento tra le informazioni patrimoniali e quelle reddituali: i metodi misti*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico, Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002, 110.

economico dell'azienda si distingue pertanto in due componenti: il patrimonio netto rettificato e l'avviamento autonomamente stimato, quindi:

$$W = K' + A$$

Dove:

W è il valore economico del capitale aziendale;

K' è il patrimonio netto rettificato;

A è la stima autonoma dell'avviamento.

Rispetto alla quantificazione del patrimonio netto rettificato la stessa avviene attraverso le modalità tipiche del metodo patrimoniale. Maggiori problematiche derivano, invece, dalla quantificazione del valore dell'avviamento. Questo è pari all'attualizzazione del sovrareddito ovvero il *surplus* di reddito che l'azienda riesce a conseguire rispetto al rendimento normale del capitale. Di conseguenza lo stesso si determinerà facendo la differenza tra il reddito medio prospettico ed il reddito che per l'azienda potrebbe qualificarsi come normale. Segnatamente:

$$S = R - i K'$$

Dove:

S è il sovrareddito;

R è il reddito medio prospettico;

i è il saggio normale di redditività;

iK' è il reddito normale.

È necessario quindi definire quali sono le grandezze che compongono il sovrareddito. Rispetto al primo addendo, il reddito medio prospettico, si determina con le modalità descritte per i metodi reddituali puri (e quindi anche con le connesse difficoltà ed i connessi limiti). Maggiori perplessità derivano dalla stima tanto del reddito normale e del connesso saggio normale di redditività nonché del tasso di attualizzazione o capitalizzazione. Rispetto al primo profilo “sarà sufficiente applicare al valore attribuito al capitale investito un tasso corrispondente alla remunerazione attesa dal mercato³⁴”. In questo senso sono due le modalità attraverso le quali è possibile quantificarlo ovvero:

- Il costo opportunità dei capitali propri (comparazione indiretta o generica)

³⁴ Così MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p. 47.

- Il rendimento dei mezzi propri di una o poche aziende “simili” (comparazione diretta o particolare).

La comparazione indiretta equipara il reddito normale al “rendimento di generici investimenti assimilabili per grado di rischio³⁵” mentre con la comparazione diretta tale grandezza è determinata attraverso un confronto con aziende similari. Da ciò ne deriva tutta una serie di problematicità relative all’individuazione di aziende che possano qualificarsi similari in considerazione della complessità e delle peculiarità di ciascuna di esse. In questo senso sarebbe possibile superare tale ostacolo guardando al settore in cui opera la target per evidenziare profili di rischiosità comuni e, sulla base di questi, quantificarne il valore.

Una volta determinato il sovrareddito, per quantificare l’avviamento è necessario stimare il tasso di attualizzazione o capitalizzazione dello stesso. Il problema è l’individuazione dell’orizzonte temporale futuro entro il quale l’azienda sarà in grado di conservare tale capacità. In particolare si utilizza la capitalizzazione con un orizzonte temporale limitato quando si presume che la capacità di realizzare sovraredditi sia limitata nel tempo ovvero si utilizza quella illimitata quando si ritiene che la stessa sia destinata a permanere nel tempo. Nella prassi, di solito, si preferisce la prima soluzione; si opta per la seconda solo quando esistono dei fattori esterni che fanno pensare che presumibilmente si possa mantenere un vantaggio rispetto ai concorrenti duraturo nel tempo. Si pensi, per esempio, alle barriere all’entrata del mercato. È possibile infine utilizzare anche un altro metodo per attualizzare il sovrareddito basato sull’attualizzazione di quello che presumibilmente si realizzerà solo in alcuni esercizi. Questo impone di quantificare, per ogni esercizio di riferimento, tale grandezza e poi attualizzarla. Tale approccio è quindi utile nella misura in cui si ritenga che lo stesso possa conoscere della fluttuazioni importanti nel tempo.

Conclusa l’analisi dei metodi indiretti, è necessario esaminare quelli diretti che derivano da osservazioni empiriche e che quindi si basano sui valori di mercato. Nell’accezione più stretta del termine i metodi diretti per stimare il valore dell’azienda “prendono a riferimento i prezzi effettivamente espressi dal mercato in riferimento a quote capitale dell’azienda medesima o, più frequentemente, di aziende similari³⁶”. In questo senso bisogna distinguere se la stessa è quotata o meno. Nel primo caso è chiaro che il suo valore economico sarà pari al prezzo di

³⁵ Così BIANCHI MARTINI, *op. cit.*, nota 33, p. 116.

³⁶ Così MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p.53.

mercato delle sue azioni per il numero delle stesse. Qualora non dovesse essere quotata si prenderanno in considerazione aziende similari dal punto di vista qualitativo. Secondo la dottrina aziendalistica si considerano similari aziende che “per dimensione (si fa riferimento a parametri quali il fatturato, il numero di dipendenti, i mezzi propri, il capitale investito), per risultati economici (valore della produzione, reddito operativo, risultato lordo) e per struttura finanziaria (autonomia finanziaria, composizione e natura dei mezzi di terzi, correlazione fonti/impieghi) si mostrino vicine a quella oggetto di valutazione³⁷”. Nella prassi, però, si tende ad attribuire un’accezione più ampia al concetto di metodologia diretta per la valutazione del valore economico dell’azienda: si fa riferimento al metodo dei multipli. Gli stessi si distinguono in due categorie: l’una che quantifica il valore economico in via diretta ovvero basandosi su prezzi di mercato di aziende similari e rapportando tale valore con grandezze economiche dell’azienda, l’altra che determina il valore complessivo dell’azienda al quale verrà sottratto il valore dei debiti finanziari.

Al di là delle diverse metodologie che possono essere utilizzate per quantificare il valore economico dell’azienda, sono due gli aspetti che si vogliono sottolineare. L’uno è relativo al fatto che non esiste una metodologia più o meno corretta per svolgere la valutazione ma come la scelta debba essere guidata dalle caratteristiche dall’azienda della quale vorrà essere stimato il valore economico, tale per cui lo stesso sia effettivamente rappresentativo della realtà in oggetto. L’altro è relativo al fatto che in questa fase, propedeutica alla *due diligence*, non si potrà non tenere in considerazione la scarsità di informazioni disponibili. Quindi la scelta della metodologia valutativa sarà influenzata anche da questa variabile.

³⁷ Così MADONNA, *op. cit.*, nota 7, p. 54.

Capitolo II

La due diligence.

2.1. La fase precontrattuale: lettera di intenti ed accordo di riservatezza.

Individuata la società target e quantificato, in prima approssimazione, il valore economico della stessa sulla base delle informazioni a disposizione del professionista (tipicamente di natura contabile), inizia una fase che può essere qualificata come *precontrattuale*. In linea di principio, infatti, prima di giungere al *closing* dell'operazione ovvero al momento in cui si perfeziona il contratto, le parti raggiungono tendenzialmente “degli accordi di massima che caratterizzeranno l'eventuale successivo processo di acquisizione³⁸”. Gli stessi trovano concretezza tipicamente nella lettera di intenti. Sono due i profili da sottolineare: da una parte, questa non ha natura giuridicamente vincolante per le parti che l'hanno sottoscritta quanto alla conclusione del contratto, dall'altra, potrà avere un contenuto piuttosto diversificato perché molteplici sono gli obiettivi che si intendono perseguire con la sua redazione. In prima battuta, senz'altro, sintetizza i punti di accordo che sono stati raggiunti tra le parti fino al momento della sua redazione³⁹. In questo senso lo scopo perseguito è quello di dare “rilievo alle trattative svolte attraverso una documentazione scritta dell'avvenuto raggiungimento dell'accordo su alcuni dei punti in discussione⁴⁰”. Verranno inoltre indicate le modalità di svolgimento delle indagini successive e dei tempi entro i quali le stesse dovranno essere portate a compimento: si darà cioè contezza della successiva attività di *due diligence* che sarà implementata dalla società acquirente, fissandone eventualmente limiti e tempi entro i quali dovrà essere conclusa. Ultimo profilo è quello relativo alla facoltà di individuare gli “obblighi cui il potenziale acquirente ed il potenziale venditore dovranno adempiere nella fase antecedente ed in quella successiva alla conclusione

³⁸ Così GRISOLIA, SARTORI, STESURI, *Due diligence. Analisi contabile, fiscale e legale*, Iposa 2002, p. 5.

³⁹ In questi termini anche la giurisprudenza della Corte di Appello di Roma, con sentenza del 17 giugno 2002, che afferma come “l'espressione lettera d'intenti definisce di regola un documento con cui le parti fissano il contenuto di accordi raggiunti nel corso di trattative che si presentino lunghe e particolarmente complesse al fine di ottenere una documentazione dello svolgimento delle trattative e una fissazione degli elementi già concordati in un futuro negozio, senza per questo ancora vincolarsi a un accordo da completare”.

⁴⁰ Così CAPELLO, *La cessione d'azienda e la cessione di partecipazioni sociali*, in *Manuale di tecnica professionale. Valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e fiscalità di impresa*. Padova, Cedam 2008, p. 78.

del contratto⁴¹». Quindi pur non avendo la lettera di intenti, in linea di principio, carattere vincolante per le parti, potranno essere le stesse a pattuire l'introduzione di obblighi che, in quanto tali, diverranno vincolanti. Lo scopo perseguito è, pertanto, quello di *moralizzare* la trattativa contrattuale. «Attraverso la lettera d'intenti, dunque, in una fase che è ancora pre-contrattuale, i negoziatori (futuri contraenti) circoscrivono la loro libertà di azione (...), definendo con maggior dettaglio i propri obblighi di buona fede nelle trattative e fissando alcuni capisaldi dell'operazione (cd. puntazione), eventualmente obbligandosi a tenere un determinato comportamento (esclusiva, prelazione e riservatezza)⁴²». Il principio generale quindi a cui deve ispirarsi la redazione e la sottoscrizione della lettera di intenti, ed il successivo rapporto tra le parti, è quello della buona fede dettato dall'art. 1337 del c.c. L'obbligo di comportarsi secondo buona fede si concretizza nel dovere di informazione, chiarezza, segretezza e riservatezza nonché nell'obbligo di compiere tutti gli atti necessari per la piena validità ed efficacia del contratto. Può essere quindi definito come «l'obbligo di comportarsi avendo cura di non pregiudicare, con comportamenti arbitrari, l'interesse che spinge l'altra parte ad intraprendere la trattativa»⁴³. Qualora una delle parti dovesse violare tale principio, ne potrà derivare una responsabilità precontrattuale. Si dovranno pertanto individuare, da una parte, quali siano i comportamenti che potranno far insorgere tale responsabilità, e dall'altro quali siano le tutele in capo alla parte danneggiata. Rispetto al primo profilo, la giurisprudenza della Cassazione ha tipizzato i comportamenti che possono integrare la violazione dell'obbligo di buona fede. In particolare, tale responsabilità potrà emergere qualora una delle parti interrompa le trattative quando le stesse «abbiano [già] preso in considerazione gli elementi essenziali dello stipulando contratto⁴⁴», «intendendosi per elementi essenziali, ad esempio, la natura delle prestazioni o l'entità dei corrispettivi⁴⁵». Sottolinea la stessa giurisprudenza come condizione affinché possa realizzarsi tale fattispecie sia pertanto che «le trattative siano giunte ad uno stadio idoneo a far sorgere nella parte, che invoca l'altrui responsabilità, il ragionevole affidamento sulla conclusione del contratto⁴⁶». La parte danneggiata potrà pertanto richiedere al giudice adito il risarcimento del

⁴¹ Così CAPELLO, *op. cit.*, nota 40, p. 81

⁴² Così FEDI (a cura di), *La lettera di intenti nella prassi degli affari commerciali*, in www.fiere24.ilsole24ore.com, post del 31.10.2011

⁴³ Così CAPELLO, *op. cit.*, nota 40, p. 78.

⁴⁴ Cassazione Civile, Sez. II, 22 luglio 2010, n.17245.

⁴⁵ Cassazione Civile, Sez. III, 13 marzo 1996, n. 2057.

⁴⁶ Cassazione Civile, Sez. III, 29 marzo 2007, n.7768 e Cassazione Civile, Sez I, 18 giugno 2004 n. 11438.

danno che verrà quantificato sulla base di tutti i costi sostenuti durante la trattativa (in termini di tempo perso, spese di spostamenti, studi preliminari, ecc.), nonché sul mancato guadagno che la parte lesa avrebbe invece conseguito se avesse concluso il contratto con un terzo. La *ratio* della norma è quindi quella di ristabilire la situazione originaria, prima che si verificasse il danno.

Altro documento tipico della fase pre-contrattuale è l'accordo di riservatezza. Questo "obbliga le parti che lo stipulano a mantenere segrete le informazioni cosiddette *riservate* e ne regola ogni possibile uso. (...) Si concretizza, pertanto, in un obbligo di non uso, o *non facere*, per cui le parti si obbligano a non usare le informazioni riservate nella conduzione delle proprie future attività, ad eccezione del caso in cui si giungesse alla conclusione dell'operazione⁴⁷". Potendo avere l'accordo carattere vincolante, qualora una delle parti dovesse violarlo, l'altra potrà abbandonare la trattativa per giusta causa e richiedere il risarcimento del danno.

2.2. Definizione ed obiettivi delle *due diligence*.

Sottoscritta la lettera di intenti, il professionista incaricato⁴⁸ inizierà a svolgere l'attività di *due diligence*. In primo luogo è dunque necessario capire in che cosa si concretizzi e quali siano gli obiettivi che con la stessa vogliono essere perseguiti. La *due diligence* può essere definita come "quell'attività organizzata finalizzata alla raccolta ed alla verifica di informazioni di natura patrimoniale, finanziaria,

⁴⁷ Così MUSY, *La fase precontrattuale*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 26.

⁴⁸ Il professionista svolge un ruolo fondamentale nell'intera operazione di cessione della partecipazione. È però figura chiave nella fase conoscitiva dell'impresa, in quanto è il soggetto che dovrà svolgere l'attività di *due diligence*. Affinché la stessa possa essere strumento utile rispetto alla decisione di procedere o meno all'acquisto della partecipazione, è necessario, in primo luogo, capire quali siano le esigenze conoscitive del committente. Il passo successivo è la formalizzazione dell'attività che verrà svolta attraverso la redazione e la sottoscrizione della lettera di incarico. In questo senso quindi rappresenta non solo lo strumento attraverso il quale l'incarico viene conferito ma rappresenta anche, e soprattutto, il documento di riferimento sulla base del quale verrà sviluppata l'attività. All'interno della lettera di incarico verranno, in primo luogo, formalizzati gli obiettivi che si intendono raggiungere con la *due diligence* nonché le attività che verranno svolte al fine di poterli raggiungere. Rispetto a quest'ultimo profilo, fonte importante per la definizione delle attività che verranno svolte è la lettera di intenti. Attraverso quest'ultima, infatti le parti definiscono quelli che sono i limiti, tanto in termini di oggetto quanto di tempistica, entro i quali l'attività deve essere svolta. Individuati i limiti imposti dalla controparte, il professionista dovrà formalizzare le tipologie di controlli che vorrà implementare nonché le tempistiche entro i quali verranno svolti ed infine individuare eventualmente ulteriori altri soggetti che potranno affiancarlo nell'attività. La lettera di incarico dovrà inoltre contenere la qualificazione della natura dell'incarico. In particolare, il professionista dovrà aver cura di specificare come la stessa non possa essere qualificata come attività di revisione, e pertanto non si concluderà con l'espressione di un giudizio sul bilancio, ma, al contrario, come un procedimento volto a superare le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra le parti. Infine verrà quantificato l'onorario.

economica, gestionale, strategica, fiscale ed ambientale relativamente ad un'azienda oggetto di acquisizione, o di possibile acquisizione, in modo da ottenere come risultato finale una fotografia particolareggiata della realtà in esame⁴⁹». È quindi attività tipica delle operazioni di M&A ma, in generale, è attività che dovrà essere svolta ogni qualvolta si vorranno implementare operazioni di crescita per linee esterne quali fusioni, conferimenti, operazioni di management by out o di leverage by out nonché le operazioni di costituzione di joint venture. È chiaro poi che l'ampiezza dell'analisi ed il livello di approfondimento che verranno ricercati saranno funzionali al valore dell'operazione stessa: non esiste quindi uno schema tipico sulla base del quale svolgere l'attività. La stessa verrà plasmata sulla base della complessità dell'operazione, delle dimensioni delle aziende coinvolte nonché, aspetto non trascurabile, sulla base delle disponibilità economiche del committente. La *due diligence* è tipicamente svolta dalla parte potenzialmente acquirente e si concretizza in un'attività di natura professionale avente “lo scopo di individuare i rischi specifici, rilevanti o ipotizzabili, e di permettere l'adozione di rimedi volti a ridurre l'incidenza o la probabilità che tali rischi si trasformino in pregiudizi o passività successivamente all'esecuzione dell'operazione⁵⁰». L'obiettivo perseguito è dunque quello di verificare l'esistenza di passività probabili e potenziali⁵¹. Tale attività costituisce pertanto per l'acquirente “una politica di fronteggiamento del rischio⁵²”. A questo punto, è necessario, in prima approssimazione definire cosa siano queste passività per poi capire come le stesse possano inficiare la determinazione del prezzo, quantificato, primariamente, sulla base delle risultanze contabili. Sono gli stessi principi contabili a circoscrivere il concetto di potenzialità. In particolare, il Principio OIC 19 lo definisce *una situazione, una condizione od una fattispecie esistenti alla data di bilancio, caratterizzate da uno stato d'incertezza, che al verificarsi o meno di uno o più eventi futuri potranno concretizzarsi in una perdita: è il caso della passività potenziale, ovvero in un provento, in quest'ultimo caso si tratta di una attività potenziale*. Sono pertanto

⁴⁹ Così, GRISOLIA SARTORI STESURI, *op. cit.*, nota 38, p. 11.

⁵⁰ Così BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 61.

⁵¹ È chiaro che quelle certe sono le stesse iscritte in bilancio. Rispetto a queste ultime dovrà essere svolta un'analisi volta a verificarne la correttezza. Esempio tipico può essere relativo all'area fiscale. In bilancio verranno senz'altro iscritti i debiti verso l'erario ma molto spesso non verranno contabilizzati, per esempio, gli interessi e le sanzioni applicati qualora non venga adempiuto l'obbligo di versamento delle somme dovute nei termini imposti dalla normativa.

⁵² Così DI STEFANO, *Il processo di valutazione, la negoziazione ed i rapporti venditore/ acquirente*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002.

situazioni già esistenti alla data di bilancio, ma con esito pendente in quanto si risolveranno in futuro. Eventi futuri che lo stesso OIC 19 qualifica in base al loro grado di realizzazione o di avveramento. In particolare, l'evento potrà essere qualificato come probabile quando il suo accadimento è ritenuto più verosimile, piuttosto che il contrario (cioè non meramente eventuale), in base a motivi ed argomenti oggettivi e attendibili. Opinione attendibile è del resto quella basata su ragioni tali da meritare l'assenso di persona prudente. L'emersione di passività certe, probabili e potenziali andrà conseguentemente ad inficiare il valore economico della partecipazione, quantificata meramente sulla base delle risultanze contabili. L'impatto sul valore dell'azienda, e poi sulla formazione del prezzo di cessione delle partecipazioni, varia in funzione della tipologia di passività emersa. Se infatti la stessa può essere definita come certa, è chiaro che alla contestuale riduzione del valore economico dell'azienda si avrà anche una riduzione del prezzo di acquisto. Maggiori problematicità emergono dalla considerazione delle passività potenziali e probabili. Rispetto a queste ultime, tendenzialmente, non viene richiesta una riduzione del prezzo ma quanto più il rilascio di idonee garanzie, da parte del potenziale venditore, che tuteleranno l'acquirente qualora si dovesse realizzare l'evento dannoso a cui è subordinato il rilascio delle stesse. In questo senso la *due diligence* rappresenta contestualmente, per il potenziale acquirente, tanto un presupposto, quanto uno strumento fondamentale ai fini della individuazione di adeguate garanzie nella prospettiva della successiva stipula del contratto avente ad oggetto l'acquisizione di partecipazioni sociali.

Parte della dottrina ha attentamente sottolineato come la *due diligence* non debba essere considerata come attività svolta solo dal potenziale acquirente. È vero infatti che per questo rappresenta un elemento essenziale rispetto alla scelta di concludere o meno l'operazione, ma la stessa attività può essere svolta, seppur con finalità diverse, anche dal potenziale venditore. In particolare, può essere di supporto a quest'ultimo "al fine di dimostrare possibili punti di forza della società o dell'azienda da cedere e la sua effettiva redditività e di garantire agli eventuali acquirenti una trasparenza di risultati e di valori che renda da subito più appetibile il business in oggetto"⁵³. In ultima analisi, conseguentemente, è chiaro che l'attività di *due diligence* rileverà anche sotto un altro profilo: la veridicità delle informazioni

⁵³ Così LANTINO, *L'attività di due diligence nelle operazioni di M&A*, in *Acquisizioni di aziende e di partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, IPSOA, 2007, 373.

fornite. Qualora infatti queste non dovessero essere tali ne deriverebbero delle implicazioni in tema di responsabilità extracontrattuale e risarcibilità del danno.

Il processo di *due diligence* può essere articolato in tre fasi:

1. La preparazione dell'attività di analisi;
2. L'esame ed approfondimento documentale presso la target ovvero in un luogo diverso a ciò destinato;
3. La redazione della relazione.

La prima fase può essere definita come "preparatoria". Questa si caratterizza per l'individuazione dei documenti necessari per svolgere l'attività di *due diligence* e per la redazione di un'apposita check list in cui verranno indicati gli stessi e comunicati alla società target. La fase successiva è quella operativa che ci concretizza nell'analisi dei documenti richiesti e che può prevedere anche interviste con il management della target. I risultati dell'attività svolta verranno sintetizzati nel report di *due diligence*. Questo tendenzialmente viene predisposto con due modalità diverse: in forma sintetica, il cosiddetto *executive summary*, ed in forma analitica. Nel primo sono individuate, in maniera concisa, da una parte, le principali criticità emerse e, dall'altra, gli accorgimenti che potranno essere implementati per poter massimizzare l'operazione. Nel rapporto analitico dovranno invece essere indicate tutte le attività di verifica implementate nonché le risultanze che da queste sono emerse. Inoltre "tale documento deve individuare in modo chiaro le aree di criticità, suggerendo una scala di priorità delle stesse e, dove possibile, dando indicazione dell'entità economica dell'eventuale passività connessa a ciascuna criticità, nonché sulle modalità per ovviarne o limitarne gli effetti"⁵⁴.

2.3. Le tipologie.

La *due diligence* è stata definita come attività complessa finalizzata all'acquisizione di tutte quelle informazioni che possono permettere al potenziale acquirente di conoscere i punti di forza e di debolezza della società target, di valutarne i profili di rischio e quindi, in conclusione, di valutare la convenienza dell'operazione. Proprio in ragione della sua complessità è possibile distinguere varie tipologie. Al fine quindi della classificazione è pertanto necessario individuare dei criteri

⁵⁴ Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p. 68.

discriminanti. La letteratura in materia propone una classificazione delle possibili tipologie di *due diligence* in relazione:

1. Al committente
2. Al momento dell'esecuzione;
3. All'ampiezza dell'indagine;
4. Al luogo in cui viene svolta l'indagine.

Rispetto al primo profilo, diversi possono essere i soggetti che avranno interesse ad incaricare un team di professionisti che svolga tale attività. Tipicamente il committente sarà il potenziale acquirente. Si parla, in questo caso, di *buyer due diligence*. In questo senso è chiaro che la finalità perseguita sarà quella della conoscenza dettagliata della società target, individuando i rischi a cui la stessa è esposta, i fattori critici di successo, i punti di debolezza nonché le passività potenziali. La *buyer due diligence* assolve quindi a quelle che sono le finalità tipiche della *due diligence* stessa. In alcuni casi può essere anche lo stesso cessionario a commissionare lo svolgimento di tale attività. Si parla, in questo caso, di *vendor due diligence* la quale si propone “di facilitare il trasferimento delle partecipazioni sociali accelerando i tempi del processo di acquisizione e tarando, a monte, la struttura complessiva del negozio, mediante interventi preventivi sui punti critici rilevati⁵⁵”. Esistono, infine, altre due tipologie di *due diligence*: la *investigation due diligence* e la *litigation due diligence*. Nel primo caso “l'intervento viene commissionato da una parte della compagine societaria (...) al fine di avere chiarimenti su alcuni aspetti relativi alla gestione della società. Si tratta di un'indagine di natura contabile/ finanziaria volta ad individuare possibili frodi, fatti illeciti e distrazioni di attività aziendali⁵⁶”. Nella sostanza quindi è un'attività volta ad indagare alcuni aspetti della gestione posta in essere dagli amministratori della società al fine di individuare eventuali fatti di *mala gestio*. La *litigation due diligence*, invece, viene commissionata tendenzialmente da organi giurisdizionali qualora siano pendenti in capo alla società procedimenti civili o penali. È quindi un'attività volta a supportare l'operatività di tali soggetti in termini di assistenza ed approfondimento degli aspetti contabili e gestionali dai quali possano emergere profili delittuosi.

⁵⁵ Così ALPA – SACCOMANNI, *Procedure negoziali, due diligence e memorandum informativi*, in *Contratti*, 2007, 269.

⁵⁶ Così GRISOLIA – SARTORI – STESURI, *op. cit.*, nota 38, p. 12.

Altro *discrimen* sulla base del quale è possibile classificare le varie tipologie di *due diligence* è il momento dell'esecuzione dell'attività. In particolare, è possibile distinguere la *pre acquisition due diligence* e la *post acquisition due diligence*. Il momento discriminante cui si riferisce la distinzione è relativo alla conclusione del contratto: la *pre acquisition due diligence* viene svolta prima della conclusione dello stesso, la *post acquisition due diligence* viene svolta dopo la stipula del contratto. Proprio in ragione dei momenti diversi in cui l'attività viene svolta è chiaro che abbia contenuti diversi, in quanto diversi sono gli obiettivi che si intendono perseguire. La *pre acquisition due diligence* è condizione propedeutica per la conclusione o meno dell'operazione. Attraverso questa attività il professionista incaricato da contezza al committente dei punti di forza, di debolezza, dei rischi e delle problematicità gestionali, finanziarie e contabili a cui è esposta la società target. Fornisce cioè tutte quelle informazioni necessarie tali per cui il committente potrà valutare la convenienza dell'operazione e quindi decidere se concludere o meno il contratto. Tale attività inciderà poi sulla dinamica della formazione del prezzo di acquisto della partecipazione. Dall'analisi svolta potrebbero infatti emergere "passività latenti che potranno indurre il potenziale acquirente a chiedere una rettifica del prezzo concordato, ovvero una modifica dei termini concordati. In altri casi potranno emergere profili di rischio, precedentemente non apprezzati, come l'esistenza di accertamenti, di controversie, questioni legali, fiscali ed ambientali, delle quali non si può ragionevolmente prevedere l'esito, le quali comportano la necessità, per il potenziale acquirente, di tutelarsi mediante la predisposizione di congrue garanzie contrattuali. In altri casi, ancora, possono riscontrarsi dati non così critici da influire negativamente sul processo di acquisizione in corso, ma comunque importanti per apprezzare le difficoltà che l'acquirente potrebbe incontrare nel periodo *post acquisition*, e consentire l'individuazione di possibili soluzioni prettamente esecutive⁵⁷," volte a limitare tali problematicità. Al contrario, la *post acquisition due diligence* si svolge nella fase immediatamente successiva alla conclusione del contratto. Lo scopo che viene perseguito è quindi quello di esaminare l'effettivo *status* in cui versa la target al fine di procedere con la rettifica del prezzo pagato o con azioni volte ad attivare le garanzie eventualmente pattuite al momento della stipula del contratto, qualora questo non dovesse essere rispondente alle dichiarazioni rese contrattualmente.

⁵⁷ Così ALPA – SACCOMANNI, *op. cit.*, nota 55, p. 268.

È possibile distinguere le tipologie di *due diligence* anche in base all'ampiezza dell'attività svolta: in ragione cioè del grado di approfondimento che caratterizza l'analisi. In particolare sono la complessità dell'operazione ed i relativi rischi connessi a determinare la profondità dell'indagine: "maggiore è il rischio connesso all'operazione (cioè il rischio che si acquisisce concludendo la stessa), più estesa ed approfondita dovrà essere la *due diligence*⁵⁸". In questo senso, la *full due diligence* dovrà essere svolta quando l'operazione risulta essere complessa e quindi diventerà necessario avere un quadro di insieme di tutti i potenziali rischi connessi all'operazione. La stessa pertanto avrà ad oggetto l'area fiscale, legale, ambientale, giuslavoristica ed, ovviamente, quella economico – patrimoniale e finanziaria della target. La *limited due diligence*, al contrario, conosce un grado di approfondimento più limitato e si attaglia meglio ad operazioni di importo non rilevante ed il cui grado di complessità risulti essere esiguo. Le limitazioni che vengono imposte di solito fanno capo al committente, il quale impone dei limiti in termini di oggetto: per esempio si scelgono solo alcune aree di indagine in base ai maggiori profili di rischio a queste connesse. Si possono inoltre conoscere delle limitazioni in termini di metodologie di controllo che potranno essere implementate ed in termini di tempi entro cui l'analisi dovrà essere conclusa. È innegabile, infine, che la scelta non potrà poi prescindere dalle disponibilità economiche del committente: la *full due diligence* è attività particolarmente onerosa in termini non solo monetari ma anche in termini di durata, pertanto una scelta in questo senso non potrà che giustificarsi solo nel caso in cui l'operazione abbia un impatto significativo sulla gestione aziendale e sulle risorse finanziarie che dovranno essere utilizzate nell'operazione. Infine, ultimo criterio discriminante, è quello che permette di distinguere in base al luogo in cui viene svolta l'attività di *due diligence*. Pertanto è possibile individuare: la *on site due diligence* e la *data room due diligence*. Nel primo caso la documentazione sulla base della quale verrà svolta l'attività di indagine viene posta a disposizione nei locali della società target, nel secondo in un luogo esterno all'azienda (tendenzialmente lo studio professionale che svolge attività di consulenza per la target ovvero la società di revisione). La scelta si giustifica in base a diversi interessi la cui tutela si intende privilegiare. Di solito si predilige la *on site due diligence* quando "si vuole cercare di garantire [una] maggiore speditezza al processo⁵⁹". L'obiettivo è quindi quello di velocizzare le trattative per

⁵⁸ Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p. 64.

⁵⁹ Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p. 65.

giungere quanto prima alla conclusione dell'operazione. Al contrario, si preferisce la *data room due diligence* quando l'interesse che si vuole tutelare è la riservatezza della trattativa. È chiaro poi che in quest'ultimo caso saranno anche limitati i contatti con il management che invece caratterizzeranno la *on site due diligence*.

2.4. I profili di indagine.

La *due diligence* è attività rivolta a raccogliere e ad analizzare tutte le informazioni necessarie per conoscere l'azienda della quale vogliono essere acquisite quote partecipative e per coglierne i profili di rischio. Proprio in ragione della sua finalità conoscitiva, è possibile individuare diversi profili di indagine. È possibile distinguere: la *due diligence* legale, fiscale, contabile, giuslavoristica ed ambientale. La *due diligence* legale persegue due obiettivi distinti: da una parte si vogliono “individuare i rischi legali connessi all'effettuazione di una determinata transazione, dall'altra l'individuazione, anche in considerazione dei rischi già individuati, degli strumenti giuridici più idonei a perfezionare detta transazione⁶⁰”. Due aspetti da sottolineare: l'uno relativo alla documentazione necessaria per svolgere tale attività, l'altro relativo all'oggetto concreto dell'indagine. Rispetto al primo profilo dovrà essere esaminata la documentazione di natura societaria e contrattuale rilevante rispetto all'attività svolta dall'azienda; rispetto al secondo profilo sarà necessario, in primo luogo, svolgere un'analisi attenta della documentazione societaria (statuto o atto costitutivo) volta a conoscerne il sistema di *governance* ma soprattutto volta ad “identificare eventuali previsioni, pattizie o normative, che possono rivelarsi restrittive o impeditive per l'operazione⁶¹”. Si dovrà poi procedere ad analizzare la documentazione relativa ai beni mobili ed immobili nella disponibilità dell'azienda. L'obiettivo è quello di accertare il titolo sulla base del quale gli stessi sono nella sua disponibilità e la presenza di eventuali limiti al loro utilizzo, qualora l'azienda non vanti sugli stessi diritti di proprietà. Un'attenzione particolare deve essere rivolta poi ai beni immateriali. In particolare, rispetto ai brevetti ovvero alle licenze sarà necessario verificare se l'utilizzo da parte della società sia legittimo e,

⁶⁰ Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p. 69. In termini analoghi si è espresso anche LATINO, *op. cit.*, nota 52, p. 379, il quale ha sottolineato che la *due diligence* legale deve avere ad oggetto “la verifica dei rapporti giuridici e contrattuali in essere, con particolare attenzione a quelle parti da cui potrebbero successivamente scaturire rilevanti obblighi od oneri a carico dell'acquirente”.

⁶¹ Così, di nuovo, BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p.69.

successivamente, se sia esclusivo; rispetto ai marchi, al contrario, sarà necessario verificare se gli stessi siano stati sottoposti o meno a registrazione. Ultimo aspetto è quello relativo ai contratti stipulati dalla società target. È chiaro che nell'analisi non potranno essere analizzati tutti i contratti sottoscritti ma dovranno essere attentamente vagliati quelli più rilevanti per la stessa. Sarà quindi necessario, in primo luogo, individuare un criterio discriminante sulla base del quale sviluppare l'analisi. Questi possono essere diversi: l'ammontare, l'onerosità, la strategicità del cliente o del fornitore. L'obiettivo è quello di “verificarne la legittimità e la conformità rispetto alla legge, conoscerne lo stato di esecuzione e l'eventuale presenza di situazioni patologiche, appurare l'eventuale esistenza di clausole che possano rivelarsi fonte di pregiudizio per l'acquirente⁶²”.

Altro profilo di indagine è relativo all'area fiscale. L'attività di *due diligence* può essere, in questo ambito, distinta in due momenti: il primo caratterizzato da un controllo meramente formale, il secondo di natura sostanziale. Diversi saranno, quindi, tanto gli obiettivi sottesi all'attività conoscitiva quanto la documentazione necessaria per svolgere l'analisi. Nell'ambito dei controlli formali l'obiettivo che vuole essere perseguito è quello di “accertare il tempestivo adempimento degli obblighi fiscali ordinari e straordinari: ad esempio, versamenti di imposte in acconto ed a saldo, presentazioni telematiche delle dichiarazioni periodiche, delle comunicazioni⁶³”. La documentazione analizzata è quindi di tipo prettamente fiscale: dichiarazioni IVA, IRES ed IRAP, per citare solo le imposte più importanti. Verificata la correttezza formale degli adempimenti fiscali, è necessario svolgere un'analisi di secondo livello, un'analisi sostanziale volta a quantificare gli eventuali rischi insiti nell'area oggetto di analisi. In questo senso, “lo scopo della *tax due diligence* è quello di verificare, oltretutto naturalmente l'esistenza di accertamenti e di contenziosi fiscali pendenti e le loro implicazioni, quali altri comportamenti fiscalmente rilevanti sono stati tenuti dal target negli anni ancora soggetti ad accertamento alla data dell'operazione e le cui conseguenze potrebbero comportare, in caso di verifiche tributarie, rischi di contenziosi e passività per maggiori imposte, sanzioni ed interessi⁶⁴”. Si dovrà pertanto verificare l'esistenza di passività potenziali. Ciò si rende necessario, in primo luogo, perché tendenzialmente le stesse non compaiono in bilancio. Nella misura in cui, infatti, l'azienda non dovesse aver

⁶² Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p.70.

⁶³ Così ROMITA – CAVERNI, *Le due diligence fiscale e contabile- finanziaria anteriori all'acquisizione*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, p. 92.

⁶⁴ Così LANTINO, *op. cit.*, nota 53, p. 394.

adempito agli obblighi fiscali imposti dal legislatore, senz'altro, in bilancio, verrà indicato il debito verso l'erario ma tendenzialmente non verranno indicate né le sanzioni né gli interessi calcolati in ragione del mancato versamento delle somme dovute, anche se gli stessi dovrebbero essere contabilizzati in quanto debiti certi. Si rende inoltre necessaria un'analisi approfondita dell'area fiscale qualora la target abbia compiuto operazioni qualificabili, ai sensi dell'art. 37 *bis* D.P.R. 600 del 1973, potenzialmente elusive. Le più ricorrenti sono le operazioni straordinarie di gestione quali conferimenti, fusioni, scissioni e trasformazioni che sono assoggettate ad un regime fiscale specifico. Se infatti queste sono qualificate come “fiscalmente neutrali”, è altrettanto vero che affinché si possa usufruire di tale qualificazione è necessario che le stesse abbiano adeguate giustificazioni economiche e che non siano rivolte ad *aggirare, anche mediante abuso del diritto e pur se non venga violata alcuna specifica disposizione di legge, obblighi e divieti previsti dall'ordinamento tributario* e abbiano quale obiettivo quello di *ottenere riduzioni di imposte, rimborsi o risparmi, altrimenti indebiti*. Infine, ulteriore profilo di “potenzialità” è relativo all'istaurazione di contenziosi fiscali dei quali, evidentemente, non è possibile conoscere la conclusione. L'analisi della documentazione non è limitata ai soli documenti fiscali (quali dichiarazioni IVA, IRES ed IRAP, per citare solo le imposte più importanti) ma dovrà estendersi anche alla documentazione contabile sottostante. In particolare, il bilancio di esercizio o infrannuale, qualora si sia resa necessaria la loro redazione in ragione di operazioni straordinarie di gestione, le delibere assembleari che possono avere un impatto sulla dinamica fiscale (si pensi, per esempio, alla delibera di distribuzione dei dividendi), contratti di acquisto di immobilizzazioni.

La *due diligence* contabile, e specificatamente quella economico- patrimoniale e finanziaria, riveste probabilmente il ruolo più importante nello svolgimento dell'attività consulenziale. Gli obiettivi che vogliono essere perseguiti sono molteplici pertanto, parallelamente, saranno diverse anche le tipologie di controlli che verranno implementati. In primo luogo sarà necessario verificare l'esattezza dei dati contabili sulla base dei quali è stato formulato, in prima approssimazione, il prezzo di cessione. Lo stesso è stato quantificato infatti sulla base delle informazioni pubbliche nella disponibilità del potenziale acquirente: il bilancio. In questa fase l'obiettivo è quello di verificare la correttezza delle informazioni sottostanti il bilancio. La documentazione richiesta sarà pertanto la situazione contabile: in questo modo si avrà la possibilità di valutare l'azienda scevra dalle

politiche di bilancio che possono influenzarne la redazione. È chiaro quindi che l'attenzione dovrà soffermarsi su tutte quelle voci contabili che sono soggette, per definizione, a valutazione: rimanenze ed ammortamenti⁶⁵.

In un ottica più strettamente economico-aziendale, in questa fase sarà necessario comprendere quali siano i fattori critici di successo dell'azienda ed analizzarne la performance. Tenzialmente si procederà individuando le grandezze che maggiormente permettono di descriverla: di solito l'attenzione è rivolta verso l'EBITDA⁶⁶. Cioè l'obiettivo è quello di capire, in chiave prospettica, quale sarà la capacità della target di produrre reddito attraverso la sua attività caratteristica, guardando al passato⁶⁷. Ultimo aspetto è relativo alla dinamica finanziaria e quindi alla valutazione dell'esposizione debitoria dell'azienda nei confronti dei terzi. In particolare, oggetto della valutazione è verificare la capacità dell'azienda di generare liquidità tale per cui sarà in grado di far fronte alle obbligazioni contratte.

L'attività conoscitiva dell'azienda che si intende svolgere con la *due diligence* non può prescindere da un'indagine avente ad oggetto i rapporti di lavoro che l'azienda intrattiene. Lo spettro di indagine dovrà essere considerevolmente ampio. Infatti non potranno essere considerati i soli contratti di lavoro subordinato ma dovranno essere tenuti in considerazione tutti i contratti stipulati con soggetti che, a vario titolo, intrattengono attività collaborative con la società target. Sono due, anche in questo caso, i profili di indagine che vengono in considerazione. Si dovrà infatti verificare non solo la correttezza dei contratti di lavoro sottoscritti ma anche verificare il rispetto degli adempimenti previsti dal legislatore in materia di tutela della salute e della sicurezza sul lavoro. Rispetto al primo profilo, "l'indagine sarà principalmente orientata a verificare il rispetto da parte del target delle norme imperative applicabili, nonché che non siano state violate le disposizioni dei

⁶⁵ Se per esempio le rimanenze di magazzino dovessero essere valutate al loro valore presumibile di vendita e dall'attività di *due diligence* si dovesse evincere che le stesse sono obsolete, è chiaro che questo comporterà la riduzione del valore economico dell'azienda e, di conseguenza, del prezzo formulato. Lo stesso problema può emergere per i beni ammortizzabili. Se infatti questi non dovessero essere stati ammortizzati in maniera sistematica sulla base della vita utile del bene, è chiaro che ciò, di nuovo, genererà una riduzione del valore economico dell'azienda ed anche del suo prezzo.

⁶⁶ Earnings before interest taxes depreciation and amortization (utile prima degli interessi, delle imposte e degli ammortamenti). È lo stesso che probabilmente è stato utilizzato nella fase preliminare di definizione del prezzo di acquisto, calcolato sulla base delle risultanze del bilancio. In questo caso, il valore è maggiormente significativo perché lo stesso indice potrà essere calcolato su valori diversi, non influenzati da eventuali politiche di bilancio. Inoltre l'EBITDA potrà anche essere "normalizzato" decurtando tutti i costi ed i ricavi non ricorrenti o comunque estranei al business aziendale.

⁶⁷ Di solito l'orizzonte temporale preso in considerazione oscilla tra i tre ed i cinque esercizi precedenti quello nel quale si svolge la *due diligence*.

contratti collettivi nazionali e degli eventuali accordi integrativi aziendali⁶⁸». Rispetto al secondo profilo, relativamente quindi alla normativa in tema di salute e sicurezza sui luoghi di lavoro l'obiettivo che vuole essere perseguito è duplice: non solo infatti si dovrà verificare il rispetto delle norme imposte in materia dal legislatore⁶⁹ ma si dovrà anche verificare la corretta ed efficace implementazione di procedure volte ad evitare la responsabilità penale della società in caso di infortuni o comunque di violazione della normativa posta a tutela della salute dei lavoratori. In questo senso è necessario, primariamente, svolgere un'analisi della struttura organizzativa dell'azienda e verificare l'efficacia delle misure implementate. Altro aspetto non trascurabile è quello relativo alla valutazione di possibili rischi che emergono dall'instaurazione di cause civili da parte di ex dipendenti ovvero ai rischi di “*riproducibilità in scala* dello stesso tipo di azione⁷⁰”.

Infine il soggetto incaricato dell'attività di *due diligence* non può esimersi dallo svolgere un'analisi avente ad oggetto il rispetto da parte della società target delle norme in materia ambientale. In particolare l'obiettivo è quello di verificare il grado di sensibilità della target rispetto a tali problematiche nonché verificare l'esistenza di passività potenziali derivanti dalla violazione delle norme in materia. Inoltre dovranno essere stimati i costi che dovranno essere eventualmente sostenuti per poter adeguare la target agli standard imposti dalla legge. Pertanto l'attività di *due diligence* ambientale “dovrebbe consentire di ottenere l'identificazione delle maggiori problematiche ambientali, una loro traduzione in termini di costi operativi differenziali, un preventivo delle spese, degli investimenti e dei tempi necessari per bonificare le contaminazioni e riportare l'impresa in una situazione di conformità alle norme (...), una chiara revisione circa i limiti all'attività operativa posti dalla specifica normativa ambientale, nonché una stima dei rischi emergenti e dell'eventuale svalutazione del capitale della target⁷¹”.

⁶⁸ Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p.72.

⁶⁹ Si fa in particolare riferimento al decreto legislativo 81 del 2008.

⁷⁰ Così BRAGOLI, *op. cit.*, nota 50, p. 72.

⁷¹ Così GAGLIARDI, *La due diligence su ambiente, salute e sicurezza*, in *Manuale di due diligence*, Milano, Il sole 24 ore, 2004, 499.

Capitolo III

La disciplina civilistica.

Inquadrare il contesto normativo di riferimento rispetto alla cessione di partecipazioni impone di distinguere tra oggetto *diretto* ed *indiretto* dell'operazione. Tale distinzione postula, a sua volta, la definizione del concetto di impresa e di azienda e quindi, solo in seguito, delle modalità attraverso le quali questa potrà essere ceduta attraverso, anche, la contestuale cessione delle quote rappresentative del suo capitale sociale. Solo dopo aver delineato questi profili essenziali sarà possibile analizzare la disciplina civilistica in tema di cessione di partecipazioni, distinguendo in base al tipo di società delle quali le stesse verranno cedute.

3.1. L'oggetto della cessione e la tutela del contraente.

Lo svolgimento dell'attività economica, da un punto di vista prettamente giuridico, ruota intorno alla figura dell'imprenditore. Il legislatore civilistico, già del 1942, ne ha dato una compiuta definizione ai sensi dell'art. 2082 del c.c. In particolare, è *imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi*. Affinché quindi si possa parlare di esercizio di attività di impresa è necessario che sussistano dei requisiti che permettano di qualificare tale attività come imprenditoriale. In questo senso quindi l'attività dovrà essere produttiva, dovrà essere organizzata, dovrà essere governata dall'economicità ed, infine, dovrà essere esercitata professionalmente⁷². Concetto diverso da quello di impresa, è quello di azienda. Il legislatore infatti la definisce come un *complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*. Da ciò ne deriva che il rapporto tra azienda ed impresa può essere qualificato come di "mezzo fine: l'azienda costituisce l'apparato strumentale di cui l'imprenditore si avvale per lo svolgimento e nello svolgimento della propria attività⁷³". Dalla definizione di cui all'art. 2555 del c.c. ne deriva che l'azienda

⁷² Per maggiori approfondimenti si veda, tra tutti, CAMPOBASSO (a cura di), *Diritto dell'impresa*, in *Diritto commerciale*, UTET, 2011.

⁷³ Così CAMPOBASSO, *op. cit.*, nota 72, p. 138.

possa essere qualificata come “un bene unico, un bene nuovo e distinto rispetto ai singoli beni che lo compongono. Si è così affermato che l’azienda è un bene immateriale, rappresentato dall’organizzazione stessa⁷⁴”. È altrettanto vero, però, che il legislatore nella definizione delle norme sulla circolazione dell’azienda, *ex art. 2556 del c.c.*, non detta una disciplina specifica rispetto al trasferimento della proprietà della stessa intesa come un bene superiore, diverso dai singoli beni che la compongono ma rinvia alla disciplina relativa alla cessione degli stessi. In tale contesto normativo, la dottrina maggioritaria qualifica un negozio come di cessione di azienda o di ramo di azienda solo nella misura in cui “sia trasferito un insieme di beni potenzialmente idoneo ad essere utilizzato per l’esercizio dell’attività di impresa⁷⁵”.

Detto ciò, è noto come l’attività di impresa possa essere svolta tanto in forma individuale quanto in forma collettiva societaria. Le diverse modalità attraverso le quali è possibile esercitare attività di impresa inficiano anche le modalità attraverso le quali ne può essere trasferita la proprietà. Se infatti, in linea di principio, non sorgono delle complicazioni qualora si faccia riferimento all’esercizio della stessa in forma individuale, maggiori problematicità intervengono qualora sia svolta in forma collettiva. Le stesse derivano, in particolare, dalla qualificazione dell’oggetto della cessione (diretto o indiretto) ed inoltre dalla necessità di tutelare l’acquirente qualora si abbracci l’impostazione secondo la quale oggetto della cessione della partecipazione sia anche, seppur indirettamente, l’azienda. Rispetto al primo profilo, qualora cioè l’attività di impresa venga svolta in forma individuale, il trasferimento della stessa potrà avvenire attraverso la cessione: atto a titolo oneroso con il quale il cedente trasferisce al cessionario il titolo di proprietà ovvero, con atto a titolo gratuito: la donazione. Infine è possibile costituire sul “bene azienda” anche diritti reali quali l’usufrutto ovvero diritti personali di godimento quali l’affitto. Ciò che accomuna questi negozi è la conseguenza che si manifesta in capo al cedente: la

⁷⁴ Così CAMPOBASSO, *op. cit.*, nota 72, p. 143. È doveroso sottolineare però come altra dottrina abbia qualificato l’azienda tanto come una universalità di beni quanto, con la teoria atomistica, come un mero complesso di beni fra loro funzionalmente collegati e sui quali l’imprenditore può vantare diritti diversi. Tale impostazione, in particolare, trova la sua giustificazione nelle norme successive che disciplinano la circolazione dell’azienda: non esiste infatti una norma che ne disciplini il trasferimento in quanto bene unitario e diverso rispetto ai singoli beni che la compongono e alle cui norme, che ne disciplinano il trasferimento, il legislatore rinvia. Altra dottrina invece ha qualificato l’azienda come una universalità di beni ovvero come *una pluralità di cose che appartengono alla stessa persona ed hanno una destinazione unitaria* (art. 816 c.c.). Questa impostazione però non appare condivisibile in quanto l’azienda potrà comprendere anche beni immobili ai quali non potrà essere applicata integralmente la disciplina delle universalità dei beni mobili.

⁷⁵ Così, di nuovo, CAMPOBASSO, *op. cit.*, nota 72, p. 147.

perdita della qualità di imprenditore qualora sia titolare di una sola azienda. È possibile però raggiungere lo stesso obiettivo di trasferimento dell'azienda anche attraverso un'altra operazione: il conferimento. Attraverso questa operazione si realizza la cessione dell'azienda, si perde la qualità di imprenditore ma, contestualmente, se ne acquista un'altra ovvero quella di socio della società conferitaria.

L'attività di impresa può essere svolta anche in forma collettiva societaria. In questo caso è vero che la cessione dell'azienda può avvenire attraverso le stesse modalità tipiche previste per l'impresa individuale ma lo è altrettanto che potrà avvenire attraverso la cessione totalitaria delle partecipazioni al capitale sociale. È necessario quindi distinguere tra oggetto *diretto* ed *indiretto* della cessione. L'oggetto diretto della cessione è la partecipazione ovvero il titolo che incorpora "il fascio dei rapporti patrimoniali e corporativi che costituiscono lo *status* di socio"⁷⁶. Rispetto ai primi si fa riferimento tanto al diritto di partecipazione agli utili, durante la vita della società quanto, in caso di scioglimento, al diritto del socio di ottenere il rimborso del capitale versato e dell'eventuale patrimonio residuo. Rispetto ai rapporti corporativi si intendono, principalmente, i diritti di voto nonché la possibilità di esercizio del diritto di recesso e di opzione⁷⁷. Se però, la cessione della partecipazione dovesse essere totalitaria è innegabile che con il trasferimento della stessa, oltre ai suddetti diritti, venga trasferita anche l'azienda, in questo senso quindi si parla di oggetto indiretto del contratto. Ciò rileva rispetto alla necessaria tutela dell'acquirente: sarà infatti possibile applicare i rimedi civilistici, ovvero l'annullamento per errore nonché i rimedi contrattuali *ex empto*⁷⁸, rispetto ai *sol*i vizi dell'oggetto diretto del contratto di cessione non invece rispetto a quello indiretto. In questo senso la prassi ha introdotto tutta una serie di garanzie a tutela dello stesso acquirente. Quando si ha riguardo infatti all'oggetto diretto del contratto di cessione della partecipazione potranno essere applicate le cosiddette *legal warranties* ovvero quelle garanzie "direttamente concernenti le partecipazioni

⁷⁶ Così MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 3, 9.

⁷⁷ Nelle società azionarie, vengono in considerazione ulteriori diritti amministrativi quali: il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea, di potervi intervenire e di richiederne il rinvio, il diritto di informazione ovvero il diritto di poter esaminare i libri sociali e di poter ottenere copia della documentazione assembleare ed i diritti relativi al rapporto con gli organi amministrativi. In questo senso si fa riferimento al diritto di impugnazione delle delibere assembleari, il diritto di denuncia al collegio sindacale di fatti censurabili o al tribunale *se vi è fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate*.

⁷⁸ Si fa riferimento al disposto degli artt. 1940 e 1497 c.c.

oggetto di trasferimento ed attinenti alla proprietà ed alla qualità delle quote o azioni⁷⁹». Queste sono di vario tipo e fanno riferimento, in primo luogo, alla regolare costituzione della società, alla sua operatività e alla insussistenza di procedure concorsuali o liquidatorie pendenti. Inoltre, tendenzialmente, le stesse hanno anche una valenza futura, seppur limitata nel tempo: si fa cioè riferimento al fatto che l'acquirente dovrà essere garantito anche rispetto alla sussistenza di condizioni (conosciute o conoscibili) che facciano ragionevolmente pensare che procedure concorsuali o liquidatorie possano intervenire immediatamente dopo la conclusione dell'operazione. Inoltre lo stesso venditore dovrà garantire tanto che la partecipazione «è di sua proprietà e che sia altresì immune da vizi o mancanza di qualità⁸⁰» quanto che sulla stessa non gravino dei vincoli rispetto alla sua libera trasferibilità. In questo senso quindi «i dati oggetto delle *legal warranties* sono evidentemente elementi di identificazione delle azioni e delle quote sicché, laddove la dichiarazione non sia conforme (...) si potrà ravvisare un vizio dell'oggetto della vendita, che potrà essere qualificato ora come vizio *ex art. 1490 c.c.* (inidoneità all'uso) ora come mancanza di qualità *ex art. 1497 c.c.* ovvero ancora come *aliud pro alio*⁸¹». Se il loro contenuto potrebbe quindi qualificarsi come rindondante, si deve invece rilevare come, al contrario, la loro funzione sia quella di «facilitare l'applicazione delle relative norme civilistiche attraverso il semplice riscontro della violazione delle promesse contenute in tali clausole: nel rendere, quindi, immediato il collegamento con i rispettivi rimedi di legge⁸²».

⁷⁹ Così CALLEGARI, *Le clausole relative all'oggetto "diretto" (azioni – quote)*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 167, p. 181.

⁸⁰ Così CALLEGARI, *op. cit.*, nota 79, p. 184.

⁸¹ Così, di nuovo, CALLEGARI, *op. cit.*, nota 79, p. 187. Affinché i vizi di cui all'art. 1490 del c.c. possano essere qualificati come tali è necessario che si configurino come *materiali*, derivanti cioè dal processo produttivo del bene ed inoltre dovranno essere occulti. La garanzia infatti non verrà riconosciuta se gli stessi fossero conosciuti o potessero essere conoscibili. In questo caso l'acquirente potrà esperire l'azione per la risoluzione del contratto o per la riduzione del prezzo. L'acquirente potrà inoltre risolvere il contratto anche se il bene oggetto di cessione non abbia *le qualità promesse ovvero quelle essenziali per l'uso a cui è destinato*. Anche in questo caso i vizi debbono essere materiali tali cioè da rendere il bene diverso da quello oggetto del contratto. In ogni caso affinché possa essere esercitata l'azione per la risoluzione è necessario che il difetto di qualità ecceda i limiti di tolleranza stabiliti dagli usi ed inoltre è assoggettato ad un termine di decadenza di otto giorni. Infine ulteriore rimedio è quello dell'*aliud pro alio* di elaborazione giurisprudenziale. In particolare la Cassazione afferma come l'acquirente sia legittimato a richiedere la risoluzione del contratto «svincolata dai ristretti termini di decadenza e di prescrizione previsti dall'art. 1495 del c.c., quando il bene compravenduto sia completamente diverso da quello pattuito, in quanto appartenete ad un genere diverso, e si riveli funzionalmente del tutto inidoneo ad assolvere la destinazione economico- sociale della *res* venduta e, quindi, a fornire l'utilità richiesta».

⁸² Così SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, Giuffrè, 2006, p. 76.

La cessione di partecipazioni però potrebbe essere anche strumento attraverso il quale viene ceduta l'azienda sottostante nella misura in cui il trasferimento delle stesse dovesse essere totalitaria. In questo senso la prassi, confortata tanto dalla dottrina quanto dalla giurisprudenza, ha elaborato delle clausole contrattuali aventi quali obiettivo quello di tutelare l'acquirente dell'oggetto indiretto della cessione. Si fa riferimento alle cosiddette clausole patrimoniali- reddituali ovvero delle "pattuzioni con cui il compratore richiede che il venditore rappresenti una determinata situazione del patrimonio della società oggetto dell'acquisizione, e garantisca determinate caratteristiche di tale patrimonio, che variano a seconda del tipo di società e dell'attività da questa svolta. [In questo senso quindi] le clausole in esame hanno la fondamentale funzione di tutelare l'acquirente (...) circa l'oggetto del contratto di acquisizione. Il compratore, infatti, non può invocare, in mancanza di tali clausole, una tutela relativa alla consistenza del patrimonio sociale nel caso in cui questo risulti di valore inferiore da quello prefigurato e presupposto (...) ⁸³". È possibile distinguere due tipologie di clausole patrimoniali- reddituali: le clausole di rappresentazione e quelle di garanzia. Le prime hanno un contenuto prettamente descrittivo: sono, in particolare, delle dichiarazioni con cui il venditore dà contezza della consistenza del patrimonio aziendale al momento della conclusione del contratto. Hanno, al contrario, un contenuto più incisivo e pregnante, in termini di tutela dell'acquirente, le clausole di garanzia attraverso le quali il venditore si fa garante del verificarsi o meno di determinati eventi impegnandosi a corrispondere un indennizzo nella misura in cui dovesse verificarsi o meno l'evento a cui ne è subordinata l'attivazione. In questo senso cioè "il garante si assume il rischio del verificarsi, o non verificarsi, di un determinato evento, a prescindere da un giudizio di imputabilità o meno [allo stesso] di una certa condotta" ⁸⁴". Tali clausole, pertanto, dovranno essere qualificate come obbligazioni di garanzia ed, in particolare, come obbligazioni di risultato. "Il venditore infatti, garantendo all'acquirente la correttezza della situazione patrimoniale della società compravenduta, non assumerà in via prioritaria specifici obblighi di comportamento (...) ma si assumerà principalmente i rischi che emergano da eventuali divergenze tra quanto dichiarato nel contratto di compravendita societaria e la reale situazione contabile della società compravenduta" ⁸⁵". Da ciò ne deriva che, qualora la garanzia dovesse essere violata,

⁸³ Così SPERANZIN, *op. cit.*, nota 82, p. 193.

⁸⁴ Così SPERANZIN, *op. cit.*, nota 88, p. 197.

⁸⁵ Così RUSSO, *Le tutele legali nelle acquisizioni societarie*, in *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Milano, Giuffrè, 2007, 439, p. 461. Se questa è la dottrina maggioritaria, lo è altrettanto

l'alienante dovrà pagare un indennizzo alla controparte quantificato esclusivamente sulla base del danno emergente. Pertanto "l'indennizzo del garante – essendo volto a ristorare il beneficiario delle conseguenze economiche negative derivanti dall'avverarsi del rischio garantito – dovrà essere commisurato alla somma necessaria a riequilibrare il patrimonio del garantito, esistente prima del verificarsi del rischio, escluso il ristoro di ogni lucro cessante/ mancato guadagno, profitto sperato⁸⁶". La *ratio* di tale tutela è duplice: da un lato deriva dalla complessità dell'oggetto della cessione e, dall'altro, dall'impossibilità di superare le asimmetrie informative, relative alla gestione pregressa, anche nella misura in cui sia stata svolta un'accurata *due diligence*, che potranno manifestare conseguenze negative (in termini, per esempio, di sopravvenienze passive o incapacità di produrre reddito) anche in momenti non immediatamente successivi alla sottoscrizione del contratto. Due profili da sottolineare: l'uno relativo alla natura di tali clausole, l'altro relativo all'individuazione del *dies a quo* da cui decorre la loro efficacia. La dottrina maggioritaria ritiene che tali clausole abbiano natura accessoria rispetto al contratto di compravendita pertanto l'invalidità delle stesse non comporta l'annullabilità o la nullità dell'intero contratto ma solo di una parte dello stesso a cui le medesime si riferiscono. Rispetto al secondo profilo, si ritiene che tali garanzie operino dal momento della sottoscrizione del contratto e debbano essere riferite anche alla fase successiva la chiusura dell'operazione, per un periodo di tempo contrattualmente definito dalle parti. Inoltre, nella misura in cui venga sottoscritto un contratto preliminare, nel quale siano contenute queste clausole e le stesse non vengano riprodotte nel contratto successivo, si ritiene, comunque, che le stesse abbiano eguale efficacia.

che si sono sviluppate ulteriori correnti di pensiero. In particolare, alcuni hanno ricondotto queste clausole contrattuali alla fattispecie disciplinata dall'art. 1947 del c.c. Tale impostazione non appare condivisibile in quanto l'oggetto della "mancanza di qualità promesse" sarebbe la partecipazione e non, invece, il patrimonio aziendale (ovvero l'oggetto indiretto della cessione). Inoltre la norma in commento prevede un termine di decadenza di otto giorni e di prescrizione di un anno non derogabile dalla parti. Al contrario nella prassi contrattuale tali clausole possono avere un termine di prescrizione pattiziamente definito dai contraenti. Altra dottrina, infine, ha inquadrato le garanzie patrimoniali alla stregua del disposto di cui all'art. 1381 del c.c. secondo il quale *colui che ha promesso l'obbligazione o il fatto di un terzo è tenuto a indennizzare l'altro contraente, se il terzo rifiuta di obbligarsi o non compie il fatto promesso*. Neanche tale impostazione appare condivisibile in quanto la norma fa riferimento ad avvenimenti futuri mentre le garanzie patrimoniali si riferiscono ad eventi passati.

⁸⁶Così RUSSO, *op. cit.*, nota 85, p. 470. L'esclusione del lucro cessante rispetto alla quantificazione dell'indennizzo si giustifica proprio in considerazione della finalità dello stesso. L'obiettivo è infatti quello di ristabilire la situazione originaria, non ha carattere punitivo e/o sanzionatorio come il risarcimento del danno, rispetto al quale il lucro cessante è elemento tipico, in quanto lo stesso è conseguenza di un fatto illecito. Pertanto è la diversa finalità perseguita che giustifica la diversa quantificazione delle somme dovute.

Le clausole di garanzia si distinguono in sintetiche ed analitiche. In particolare, “le prime hanno un tenore generale e tendenzialmente onnicomprensivo, volto a ricomprendere nel proprio ambito applicativo vari eventi che possono essere scoperti o sopravvenire dopo il trasferimento della partecipazione di controllo; le seconde disciplinano in modo dettagliato singoli aspetti del patrimonio della società in relazione ai quali il compratore pretende di essere tutelato⁸⁷”. Tra le prime si ricordano: la clausola di garanzia sintetica sul bilancio con la quale il venditore garantisce la redazione del bilancio in conformità ai principi contabili nazionali e/o internazionali nonché il rispetto della vigente normativa in materia; la clausola di garanzia sintetica sulle sopravvenienze passive attraverso la quale si vuole garantire l’acquirente rispetto al verificarsi di tali eventi che, pur avendo manifestazione futura, trovano origine nella gestione passata; infine la clausola di garanzia sintetica sul patrimonio netto con la quale l’alienante garantisce il valore dello stesso ad una determinata data e si impegna ad indennizzare la controparte qualora la sua consistenza dovesse essere inferiore. Le garanzie analitiche al contrario, proprio in considerazione della loro specificità, possono essere le più varie e quindi potranno avere ad oggetto tutti quei beni del patrimonio aziendale che si riterranno maggiormente significativi per le parti. A titolo quindi meramente esemplificativo potranno avere ad oggetto il magazzino, i crediti, specifici contratti, le poste fiscali, ecc.

Delineate le differenze tra oggetto diretto ed indiretto della cessione di partecipazioni ed i relativi rimedi proposti da dottrina e giurisprudenza per la tutela del cessionario, si potranno analizzare le peculiarità dell’operazione rispetto alle varie tipologie di società attraverso le quali può essere svolta l’attività di impresa.

⁸⁷ Così SPERANZIN, *op. cit.*, nota 82, p. 211.

3.2. La cessione di quote nelle società di persone.

La cessione di quote nelle società di persone è improntata alla tutela dell'*intuitus personae*⁸⁸. Questa è peculiarità propria di tale tipo di società e, in ragione della stessa, è stata plasmata l'intera disciplina civilistica.

Il legislatore non detta una norma *ad hoc* che disciplini la fattispecie della cessione di quote nelle società in nome collettivo: è quindi necessario ricostruire la normativa applicabile sulla base del disposto di cui all'art. 2293 del c.c. Lo stesso afferma che alle società in nome collettivo, per quanto non è espressamente regolato, si applicano le norme delle società semplici. Chiarito il contesto normativo di riferimento, per poter individuare la disciplina applicabile, è necessario indagare quali siano le conseguenze derivanti dalla cessione della quota. In questo senso il primo aspetto da sottolineare è come tale operazione abbia quale conseguenza un mutamento della compagine societaria e quindi, come ulteriore conseguenza, del contratto societario⁸⁹. Ai sensi dell'art. 2252 del c.c., applicabile in virtù del disposto di cui all'art. 2293, *il contratto sociale può essere modificato soltanto con il consenso di tutti i soci, se non è convenuto diversamente*. Pertanto il legislatore ha inteso distinguere la disciplina legale da quella convenzionale garantendo la tutela di due interessi contrapposti: *l'intuitus personae* e l'autonomia contrattuale. Quindi la disciplina legale impone che, affinché possa essere trasferita la quota, sia necessario il consenso unanime di tutti i soci, salvo diversa previsione del contratto sociale. Lo stesso infatti potrebbe disporre che la decisione debba essere assunta secondo principio di maggioranza calcolata tanto per teste, quanto rispetto alla quota di capitale sociale effettivamente detenuta. In questo senso quindi emerge il problema rispetto alle modalità attraverso le quali sia possibile esprimere il proprio parere rispetto alla cessione, posto che nella società in nome collettivo non esiste un'assemblea dei soci. Anche in questo caso il modello legale non impone specifici obblighi procedurali: ciascun socio potrà decidere anche disgiuntamente. Ciò si giustifica in funzione dell'esigenza di snellezza che caratterizza le società di persone anche in relazione al tipo di attività svolta: tendenzialmente, infatti, la

⁸⁸ Rispetto alle società di persone si fa riferimento solo alla società in nome collettivo ed alla società in accomandita semplice non anche alla società semplice. Ciò in ragione del fatto che attraverso questa tipo di società non potrà essere svolta attività commerciale.

⁸⁹ Le modifiche del contratto societario che possono venire in considerazione sono di due tipi: oggettive e soggettive. Le prime hanno riguardo ai mutamenti relativi al contenuto del contratto, quelle soggettive alla modifica della compagine societaria. Rispetto a quest'ultimo profilo si ritiene che debbano essere qualificate come modifiche soggettive anche quelle relative allo scioglimento del rapporto sociale *mortis causa*, per esercizio del diritto di recesso ovvero per esclusione.

dimensione dell'attività di impresa implementata attraverso questo tipo di società è esigua.

Altro profilo a venire in considerazione è relativo alle conseguenze derivanti dalla cessione rispetto alla responsabilità illimitata per le obbligazioni contratte dalla società. In questo senso il disposto di cui all'art. 2269, applicabile, di nuovo, in virtù del rinvio di cui all'art. 2293, statuisce che *chi entra a far parte di una società già costituita risponde con gli altri soci per le obbligazioni sociali anteriori all'acquisto della qualità di socio*. Pertanto il nuovo socio sarà illimitatamente responsabile non solo delle obbligazioni future che la società contrarrà ma anche per quelle pregresse. Al contrario il socio cedente, a norma dell'art. 2290, sarà responsabile *verso i terzi per le obbligazioni sociali fino al giorno in cui si verifica lo scioglimento*. Affinché l'intervenuto scioglimento del contratto societario sia opponibile ai terzi, quindi affinché si limiti la responsabilità alle obbligazioni contratte fino alla data in cui è intervenuto lo stesso, il cedente ne dovrà dare adeguata informativa ai terzi attraverso la pubblicazione nel registro delle imprese dell'atto di cessione. Vi è da sottolineare come la cessione della quota comporti, inoltre, una modifica soggettiva del contratto societario pertanto gli amministratori, a norma dell'art. 2300 c.c., dovranno *richiedere, nel termine di trenta giorni all'ufficio del registro delle imprese l'iscrizione delle modificazioni dell'atto costitutivo*. Dal momento dell'iscrizione le modifiche saranno opponibili ai terzi⁹⁰. Da ciò ne deriva quindi una duplice tutela nei confronti dei creditori della società che potranno soddisfare le proprie pretese non soltanto sulla società ma anche, quando la stessa dovesse essere inadempiente, tanto sul socio cedente quanto sul cessionario.

Norme parzialmente diverse disciplinano, invece, la cessione di partecipazione nelle società in accomandita semplice. In particolare, infatti, se per i soci accomandatari si applicano le stesse norme previste per i soci delle società in nome collettivo, per i soci accomandanti il legislatore ha dettato una norma *ad hoc*. La *ratio* della scelta legislativa deriva dai diversi connotati che caratterizzano lo *status* di socio accomandatario rispetto a quello di socio accomandante. Il primo infatti può essere equiparato ad un socio di una società in nome collettivo: ha responsabilità illimitata per le obbligazioni contratte dalla società, anche se in via sussidiaria rispetto alla

⁹⁰ In questi termini si è espressa recentemente, di nuovo, anche la Cassazione con sentenza n. 6230 del 13 marzo 2013. La stessa infatti afferma che “il socio di società in nome collettivo che cede la sua quota risponde, nei confronti dei terzi, delle obbligazioni sociali sorte sino al momento in cui la cessione non sia stata registrata presso il registro delle imprese o fino al momento anteriore in cui il terzo sia venuto a conoscenza della cessione”.

prima, e potere di amministrazione. Al contrario, il socio accomandante è “obbligato solo al conferimento e risponde nei confronti dei terzi [rispetto alle obbligazioni contratte dalla società] limitatamente alla quota conferita. Al beneficio della limitazione della responsabilità patrimoniale fa, tuttavia, da *pendant* una ferrea esclusione degli accomandanti dall’amministrazione della società, che è espressamente riservata agli accomandati⁹¹”. Qualora il divieto di immissione dovesse essere violato il socio accomandante diverrà solidalmente ed illimitatamente responsabile per le obbligazioni già contratte dalla società e per quelle future. Le peculiarità che distinguono la figura del socio accomandante da quella dell’accomandante influenzano evidentemente anche la disciplina della cessione della partecipazione. Nel primo caso infatti si applicano, in via analogica, le stesse norme previste per le società in nome collettivo: sarà necessario, salva diversa pattuizione del contratto societario, il consenso unanime di tutti i soci. Ciò si giustifica in funzione della volontà legislativa di tutelare, di nuovo, l’*intuitus personae* che caratterizza le società di persone. Nel secondo caso, quando cioè oggetto della cessione saranno le quote del socio accomandante, si applicherà il disposto di cui all’art. 2322 c.c., secondo il quale, *salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, la quota può essere ceduta, con effetto verso la società, con il consenso dei soci che rappresentano la maggioranza del capitale*.

3.3. La cessione di quote nelle società a responsabilità limitata.

La cessione di quote nelle società a responsabilità limitata è disciplinata dall’art. 2469 del c.c. Analizzare la fattispecie in questione impone una disamina delle peculiarità tipiche della disciplina generale dettata per le srl con la riforma del diritto societario del 2003. In particolare il legislatore, con la riforma in commento, ha dettato, per la prima volta, una disciplina propria, tipica delle srl che, al contrario, prima della stessa, si caratterizzava per un rinvio sistematico a quella dettata per la società per azioni. Il principio generale a cui si è ispirato il legislatore civilistico è la flessibilità. In particolare, con la riforma si è inteso “offrire agli operatori economici uno strumento caratterizzato da una significativa ed accentuata

⁹¹ Così MOTTI, *Le vicende delle società di persone*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 61, p. 69.

elasticità⁹²” attraverso la valorizzazione della figura del socio e dei rapporti personali intercorrenti tra gli stessi. Ciò si traduce in un’ampia autonomia statutaria, limitata soltanto da quei vincoli strettamente finalizzati alla tutela dei terzi e dei creditori sociali. In tal senso l’obiettivo della riforma è la valorizzazione del carattere imprenditoriale della società. Tutto ciò trova contezza nella definizione di una disciplina in larga parte derogabile. In questo senso quindi, come nelle società di persone, la scelta normativa è stata quella di tracciare, a fianco del modello legale, un modello convenzionale plasmabile in ragione delle esigenze dei soci. In considerazione di ciò, parte della dottrina ha sottolineato come la srl, a seguito della riforma del diritto societario, possa essere qualificata come una *società di persone a responsabilità limitata* proprio in funzione della possibilità, accordata ai soci, di poter derogare il modello legale per favorire la tutela dell’*intuitus personae*. Ciò trova concretezza in una pluralità di disposizioni normative. Si fa riferimento, in particolare, alla possibilità di derogare il principio di proporzionalità tra conferimento e quote partecipative al capitale sociale e connessi diritti patrimoniali ed amministrativi di cui all’art. 2468 c.c. Inoltre, sempre in tema di diritti connessi alla titolarità della quota, non può non essere considerata la possibilità di attribuire a singoli soci particolari diritti riguardanti tanto l’amministrazione della società quanto la partecipazione agli utili. La riforma ha previsto inoltre la possibilità di conferire prestazioni d’opera rilasciando contestualmente una polizza assicurativa o una fideiussione bancaria ovvero, qualora lo preveda lo statuto, una cauzione in denaro ed infine una specifica disciplina relativa ai finanziamenti dei soci. Rispetto a quest’ultimo profilo, il disposto di cui all’art. 2467 c.c. afferma come il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società debba essere postergato rispetto al soddisfacimento degli altri creditori. Tale previsione evidenzia, a detta della dottrina maggioritaria, “la rilevanza della persona del socio nel rapporto con la società, fino a presumere una *causa societatis* in tutte quelle contribuzioni in denaro fatte dal socio alla società in ogni situazione finanziaria di questa nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento vero e proprio o comunque in un momento in cui (...) risulta un eccessivo squilibrio dell’indebitamento rispetto al patrimonio netto⁹³”. Detto questo, pur non potendosi mettere in discussione la qualificazione della srl come una società di capitali, caratterizzata dalla

⁹² Così lo schema di decreto legislativo recante: “Riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative”, in attuazione della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366.

⁹³ Così STELLA RICHTER JR, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 273, 283.

responsabilità limitata dei soci rispetto alle obbligazioni contratte dalla società, è altrettanto vero che emerge chiaramente la volontà legislativa di valorizzare la figura del socio e la successiva, e conseguenziale, tutela dell'*intuitus personae*. Ciò ha fatto sì che la srl sia diventata strumento che si attaglia all'esercizio dell'attività di impresa tanto di piccole dimensioni quanto di realtà imprenditoriali più importanti in quanto coniuga i vantaggi derivanti dalla responsabilità patrimoniale limitata alla flessibilità gestoria tipica delle società di persone. Di ciò ne ha dato primariamente contezza il mercato: oggi, gran parte delle società che operano nel nostro Paese hanno scelto per l'esercizio dell'attività di impresa la srl⁹⁴.

I caratteri tipici delle società a responsabilità limitata incidono evidentemente anche sulle modalità di cessione della quota partecipativa al capitale sociale. Anche in questo caso il legislatore ha dettato una disciplina legale, improntata alla libera trasferibilità delle stesse, con la possibilità, qualora espressamente disciplinato dall'atto costitutivo, di limitarne la circolazione. La norma di riferimento è l'art. 2469 del c.c. secondo il quale *le partecipazioni sono liberamente trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte, salva contraria disposizione dell'atto costitutivo*. Sono due quindi i profili di analisi: l'uno è relativo alla definizione di quali siano le clausole che possono limitare la libera trasferibilità delle quote ed i relativi strumenti di tutela dei soci, l'altro è relativo alla trasferibilità o meno dei diritti particolari incorporati nella quota. Rispetto al primo profilo sono tipicamente due le clausole che possono essere inserite nell'atto costitutivo volte a limitare la trasferibilità della quota: le clausole di gradimento e quelle di prelazione. Le clausole di gradimento "subordinano l'ingresso di un nuovo socio alla concessione di uno specifico *placet*"⁹⁵. La *ratio* sottostante a tale previsione è quindi la volontà di preservare la coesione della compagine sociale subordinando l'entrata di nuovi soci al gradimento di soggetti individuati nell'atto costitutivo. Tale valutazione potrà pertanto essere affidata tanto ai soci, quanto agli organi sociali ovvero a soggetti terzi, estranei quindi alla società. Le clausole di gradimento si distinguono, a loro volta, tra clausole di mero gradimento e clausole

⁹⁴ L'importanza che tale tipo societario riveste nel sistema economico nazionale si evince anche dagli ultimi provvedimenti normativi che hanno dapprima introdotto la possibilità di costituire srl con capitale sociale pari ad un euro per soggetti con età inferiore ai 35 anni, ed il successivo provvedimento che estende tale possibilità a tutti senza più il suddetto limite. Inoltre il pacchetto di interventi normativi in commento prevedeva anche delle agevolazioni per la stipula dell'atto costitutivo, gratuito nella misura in plasmato il modello standard, e delle norme specifiche in tema di accesso al credito.

⁹⁵ Così AVAGLIANO, *Le clausole che limitano o escludono la circolazione di azioni e di partecipazioni: tra norme statutarie e patti parasociali*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 355, 367.

di gradimento improprie. Queste ultime si caratterizzano perché vengono definiti *ab origine* i criteri, più o meno oggettivi, sulla base dei quali dovrà essere espresso l'apprezzamento da parte dei soggetti a ciò adibiti. Pertanto quello che connota tali clausole è il fatto che la valutazione prescinde “dall'arbitrio del soggetto deputato a pronunciarsi sull'ammissione, il quale si deve dunque limitare ad operare una ricognizione della sussistenza dei presupposti richiesti⁹⁶”. Al contrario, le clausole di mero gradimento si caratterizzano perché non verranno definiti primariamente i criteri sulla base dei quali i soggetti indicati nell'atto costitutivo dovranno esprimere il loro giudizio. Da ciò ne deriva che attraverso la previsione di una clausola di mero gradimento si potrebbe giungere alla intrasferibilità della quota. In questo caso il diritto che il legislatore ha voluto tutelare, e che fa da contraltare alla salvaguardia dell'*intuitus personae*, è il diritto alla dismissione dell'investimento. In funzione quindi della necessità di bilanciare tali interessi contrapposti, l'art. 2469, comma 2, garantisce la facoltà di esercitare il diritto di recesso al socio nel caso in cui l'introduzione di queste clausole renda sostanzialmente intrasferibile la partecipazione.

È possibile limitare la trasferibilità della quota anche attraverso un'ulteriore previsione: si fa riferimento alla clausola di prelazione. In particolare attraverso quest'ultima si attribuisce ai soci il diritto di essere *preferiti* rispetto ai terzi, a parità di condizioni, nel caso in cui uno o più di loro intendesse alienare la propria partecipazione. L'intento che si vuole perseguire, anche in questo caso, è quello di tutelare la coesione sociale subordinando l'entrata di nuovi soci alla proposta di acquisto della quota prima ai vecchi e, solo qualora questi non vogliano esercitare il loro diritto di prelazione, a soggetti terzi. In questo senso, affinché sia possibile esercitare tale diritto, il socio alienante dovrà dare comunicazione agli altri soci o agli organi sociali, in relazione a quanto statuito nell'atto costitutivo, della sua volontà di cedere le proprie quote e, contestualmente, dovrà comunicare anche le modalità di vendita, il prezzo nonché il termine entro il quale dovrà essere esercitato il diritto di prelazione. È necessario sottolineare, infine, come in questo caso non vengono in considerazione problematiche relative alla tutela del socio alienante in quanto non si concretizzerà la fattispecie dell'intrasferibilità della partecipazione. Lo stesso infatti potrà liberamente alienare la stessa dopo aver garantito la possibilità di esercizio del diritto di prelazione agli altri soci.

⁹⁶ Così AVAGLIANO, *op. cit.*, nota 95, p. 368.

Altra criticità che viene in considerazione è relativa alla possibilità di trasferire con la cessione della quota anche i connessi diritti particolari nella stessa incorporati. La dottrina maggioritaria è concorde nell'affermare che gli stessi non possano essere trasferiti contestualmente alla cessione in quanto costituiti a favore di un particolare socio e quindi intimamente legati alla sua figura in quanto tale e non alla partecipazione detenuta. In questo senso quindi se dovesse essere ceduta l'intera partecipazione tali diritti si estinguerebbero, al contrario se la cessione dovesse avere ad oggetto solo una parte delle quote allora gli stessi rimarrebbero nella titolarità del cedente.

Ultimo aspetto da analizzare è relativo alle modalità attraverso le quali può essere ceduta la quota. Il principio generale è quello per il quale la partecipazione si trasferisce tra le parti per effetto del loro consenso. Detto ciò sono due i profili che vengono in considerazione: l'uno relativo ai caratteri che dovranno essere tipici del contratto di cessione, l'altro relativo al momento dell'efficacia del trasferimento. Rispetto al primo profilo, il legislatore ha prescritto dei requisiti formali tipici dell'atto di cessione. Lo stesso infatti dovrà avere, a norma dell'art. 2470 c.c., la forma di una scrittura privata autenticata o di un atto pubblico e dovrà essere depositato dal notaio rogante per la sua iscrizione nel Registro delle Imprese nella cui circoscrizione ha sede la società entro trenta giorni dalla sottoscrizione. In questo senso, l'art. 36 comma 1-*bis* della legge 6 agosto 2008 n. 133 ha previsto un'ulteriore modalità attraverso la quale è possibile sottoscrivere il contratto. Lo stesso infatti ha stabilito che *l'atto di trasferimento di cui al secondo comma dell'articolo 2470 del codice civile può essere sottoscritto con firma digitale, (...) ed è depositato, entro trenta giorni, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'articolo 31, comma 2-quater, della legge 24 novembre 2000, n. 340 (...)*. La norma introduce sostanzialmente una nuova modalità per l'iscrizione del trasferimento di quote qualora l'atto sia redatto come documento informatico e sottoscritto dalle parti con firma digitale, che si affianca a quella tradizionale prevista dall'art. 2470 c. c. e che onera i professionisti iscritti alla sezione A dell'albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili al deposito dello stesso all'ufficio del Registro delle Imprese. Rispetto al secondo profilo, ovvero quello relativo al momento in cui si producono gli effetti del trasferimento, è necessario distinguere in base ai soggetti rispetto ai quali l'atto vuole essere opponibile. Lo stesso sarà infatti opponibile ai terzi dal momento dell'iscrizione nel Registro delle

Imprese; rispetto invece all'opponibilità alla società, l'art. 2470 c.c. la subordinava all'iscrizione dello stesso nel libro dei soci. Ciò, a sua volta, postulava l'esibizione del titolo da cui risultasse il trasferimento e l'avvenuta pubblicità nel Registro delle Imprese. Il decreto legge 29 novembre 2008 n. 185 (il cosiddetto decreto anticrisi) ha però abrogato il libro soci nelle società a responsabilità limitata pertanto anche l'opponibilità dell'atto alla società, da cui deriva l'esercizio dei connessi diritti amministrativi e patrimoniali, è subordinato all'iscrizione dello stesso nel Registro delle imprese.

Infine, in caso di doppia alienazione della quota, prevale l'acquirente che per primo, in buona fede, ha provveduto all'iscrizione dell'atto nel Registro delle Imprese anche se il titolo è posteriore.

3.4. La cessione di partecipazioni nelle società per azioni.

La cessione di partecipazione nelle società per azioni è disciplinata dall'art. 2355 *bis* del c.c.. La norma in commento detta il principio generale a cui si è ispirato il legislatore commerciale nel disciplinare tale fattispecie: la libera trasferibilità. La stessa, però, conosce dei limiti tanto di natura normativa, di cui agli artt. 2343 e 2345 c.c., quanto di tipo convenzionale. L'analisi della disciplina in commento impone di analizzare il contesto normativo complessivo in cui è inquadrata la cessione delle azioni perché la stessa è influenzata dai caratteri tipici delle società azionarie. Queste, a loro volta, sono state pensate dal legislatore con l'intento di fornire strumenti giuridici alle "imprese di medie e grandi dimensioni che intendano porre in essere una serie complessa e variegata di rapporti economici"⁹⁷. In questo senso quindi la disciplina in commento si attaglia all'esercizio di attività imprenditoriali di dimensioni medio grandi e che, almeno potenzialmente, intendano aprirsi al mercato del capitale di rischio attraverso la quotazione⁹⁸. In ragione della *ratio* sottostante l'intera disciplina, è possibile individuare i connotati tipici che caratterizzano la spa. In primo luogo la società è soggetto giuridico

⁹⁷ Così NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 117, pag. 119.

⁹⁸ In questo senso è necessario sottolineare due aspetti. Il primo è relativo al fatto che sarebbe riduttivo pensare alla disciplina delle società azionarie come unicamente finalizzata alla quotazione: è innegabile però che la stessa dovrebbe rappresentare, in linea di principio, il fine ultimo a cui tendere. L'altro aspetto è quello relativo alla disciplina applicabile. Qualora infatti si giunga alla quotazione è necessario coordinare la disciplina civilistica con quella speciale. Si fa riferimento, in particolare, al TUF nella parte relativa alle società emittenti.

autonomo rispetto ai suoi soci pertanto la stessa risponderà con tutti i suoi beni, presenti e futuri, per le obbligazioni contratte. Si caratterizza inoltre per l'organizzazione di tipo corporativo: è lo stesso legislatore a tracciare diversi modelli di *governance*⁹⁹. Le competenze dei relativi organi che li compongono, tanto gestori quanto di controllo, sono fissati dalla legge stessa. Infine, aspetto maggiormente rilevante rispetto alla cessione delle partecipazioni, sono i connotati tipici delle azioni. In questo senso è doverosa una premessa. Il concetto di azione infatti può essere inteso tanto in senso sostanziale ovvero “come quote o frazioni di capitale sociale, quanto come titoli di credito che incorporano le partecipazioni medesime¹⁰⁰”. Rispetto al primo profilo, connotato tipico delle azioni è la loro autonomia che si concretizza “nella *spersonalizzazione* della partecipazione rispetto al suo titolare e nella sua *standardizzazione* rispetto alle altre partecipazioni azionarie. Le azioni, infatti, rappresentano uguali *porzioni* del contratto sociale e conferiscono i medesimi diritti, a prescindere da chi sia il soggetto che le detiene e dell'ammontare dei conferimenti dal medesimo effettuati¹⁰¹”. Le stesse sono inoltre dotate del requisito dell'indivisibilità, dell'inscindibilità e dell'uguaglianza. Il carattere dell'indivisibilità è attribuito alle azioni dalla legge stessa: è l'art. 2347 del c.c. a qualificarle come indivisibili. In questo senso i diritti dei comproprietari dovranno essere esercitati da un rappresentante comune e gli stessi risponderanno solidalmente per le obbligazioni da essa derivanti. L'inscindibilità delle azioni non è espressamente sancita dal legislatore pertanto i suoi limiti sono mobili. In questo senso è senz'altro inscindibile, nei rapporti con la società: i diritti ad essa connessi non potranno infatti essere esercitati da soggetti diversi. Ciò non toglie, però, che potranno essere sottoscritti degli accordi con efficacia *inter partes* che potranno individuare vari soggetti a cui attribuire l'esercizio dei diritti connessi alla titolarità della partecipazione. Inoltre, esistono alcune fattispecie, in cui è lo stesso legislatore ad individuare un soggetto diverso, rispetto a colui che detiene la titolarità dell'azione, che potrà esercitare i diritti amministrativi ad essa connessi. Si fa

⁹⁹ L'art. 2380 c.c. prevede che, se lo statuto non dispone diversamente, l'amministrazione ed il controllo della società siano organizzati secondo il modello tradizionale. Lo stesso si caratterizza per la nomina, da parte dell'assemblea dei soci, di un amministratore unico ovvero di un consiglio di amministrazione a cui competono le funzioni amministrative, e del collegio sindacale a cui viene attribuita la funzione di controllo. È possibile però adottare anche altri due ulteriori modelli di *governance*: il sistema dualistico ed il sistema monistico. Il primo si fonda sulla nomina assembleare del consiglio di sorveglianza il quale, a sua volta, nominerà il consiglio di gestione. Il sistema monistico, invece, si caratterizza per la nomina assembleare del consiglio di amministrazione al cui interno si costituirà un comitato per il controllo della gestione.

¹⁰⁰ Così, di nuovo, NOTARI, *op. cit.*, nota 97, pag. 118.

¹⁰¹ Così NOTARI, *op. cit.*, nota 97, p. 131.

riferimento al caso, espressamente disciplinato dal legislatore, in cui sull'azione potranno essere costituiti diritti reali e personali di godimento. In tali circostanze, a norma dell'art. 2352 c.c., *il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario*. Al contrario, la stessa norma prevede che se le azioni attribuiscono il diritto di opzione, l'esercizio delle stesse è riferibile al socio. A quest'ultimo verranno inoltre assegnate anche le azioni acquisite attraverso l'esercizio del suddetto diritto. Infine le azioni sono dotate del requisito dell'uguaglianza. Lo stesso deve essere inteso in una duplice accezione: in senso ampio e relativo. Rispetto al primo profilo hanno tutte uguale valore ed attribuiscono tutte i medesimi diritti. In questo senso però viene in considerazione anche un connotato di relatività in quanto lo statuto può disporre la costituzione di categorie *speciali* di azioni¹⁰² a cui sono attribuiti diritti diversi (fermo restando che il requisito dell'uguaglianza dovrà essere rispettato all'interno di ciascuna categoria).

Le azioni, oltre che rappresentare frazioni del capitale sociale alla cui titolarità è subordinato l'esercizio di diritti tanto amministrativi quanto patrimoniali, devono essere considerate anche alla luce della loro incorporazione in titoli o certificati azionari. La stessa è “finalizzata essenzialmente a risolvere il problema della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e della circolazione delle partecipazioni¹⁰³”. L'art. 2354 c.c. stabilisce come i titoli azionari possano essere

¹⁰² Il principio generale a cui è improntata la disciplina delle azioni speciali è quella dettata dall'art. 2348 del c.c. secondo la quale *la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*. Detto ciò, la società potrà emettere categorie speciali di azioni tanto in sede costitutiva quanto in una fase successiva di modifica del contratto societario. Nel primo caso vengono in considerazione dei limiti normativi, nel secondo di natura convenzionale. Rispetto al primo profilo si fa riferimento, per esempio, alla facoltà di emettere azioni speciali rispetto all'esercizio del diritto di voto. Il legislatore, oltre a vietare il voto plurimo, ha previsto che almeno la metà del capitale sociale sia rappresentato da azioni *a voto pieno*. Altra fattispecie è quella relativa alle azioni di risparmio alle quali deve essere applicata la disciplina dettata dagli artt. 145 e seguenti del TUF. Rispetto al secondo profilo, nel caso in cui la costituzione di categorie speciali di azioni intervenga in una fase successiva a quella costitutiva, i limiti derivano dalla presenza di ulteriori categorie speciali di azioni dotate di diritti confliggenti con quelli della nuova categoria. In questo senso, a tutela dei soci a cui sono state primariamente attribuite azioni speciali, l'art. 2376 c.c. prevede che *se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata*.

¹⁰³ Così NOTARI, *op. cit.*, nota 97, pag. 145. L'art. 2346 c.c. prevede, quale principio generale, l'incorporazione delle azioni in titoli azionari salva diversa disposizione statutaria o di leggi speciali. In questo senso quindi è possibile che intervengano due deroghe rispetto al principio generale. Rispetto al primo profilo, è lo stesso statuto che potrà disporre per tutte le azioni, o per una parte di esse, la mancata emissione di titoli azionari. È chiaro che questo inciderà sulle modalità di circolazione delle partecipazioni rispetto al quale l'art. 2355 c.c. prevede che *il trasferimento delle azioni [abbia] effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci*. Rispetto al secondo profilo, la deroga è riconducibile a leggi speciali. In particolare si fa riferimento all'art. 83 *bis* del TUF che impone che *gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla*

nominativi o al portatore. In particolare, il principio generale è quello dell'alternatività che può essere mitigato tanto per previsione statutaria quanto da leggi speciali. In questo senso si fa riferimento alla legge 216 del 1974 che stabilisce come possano essere al portatore solo le azioni di risparmio e quelle emesse dalle SICAV. Da ciò ne consegue che, fatte salve tali eccezioni, le azioni debbono essere nominative. Qualificare un'azione come nominativa ovvero al portatore inficia le modalità attraverso le quali le stesse possono essere cedute, inficia cioè le modalità di circolazione. Se infatti l'azione è nominativa l'art. 2355 c.c. prevede due modalità alternative attraverso le quali è possibile effettuare il trasferimento. Lo stesso infatti può avvenire mediante girata autenticata da un notaio ovvero attraverso il cosiddetto metodo del *trasfert* di cui all'art. 2022 c.c. secondo il quale *il trasferimento del titolo nominativo si opera mediante l'annotazione del nome dell'acquirente sul titolo e nel registro dell'emittente o col rilascio di un nuovo titolo intestato al nuovo titolare*. Inoltre se il giratario si dimostra possessore dell'azione attraverso una serie di girate avrà il diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci e, in ogni caso, sarà legittimato all'esercizio dei diritti connessi al possesso della partecipazione. Se, al contrario, il titolo è al portatore, quindi nella misura in cui l'azione sia un'azione di risparmio ovvero di una SICAV, il trasferimento avviene, a norma dell'art. 2003 c.c., attraverso la consegna del titolo. Inoltre il possessore dello stesso sarà legittimato all'esercizio dei diritti in esso incorporati *in base alla presentazione del titolo*.

Le caratteristiche delle azioni nonché le modalità attraverso le quali le stesse possono essere trasferite sono riconducibili al principio generale che ha ispirato la normativa in tema di cessione di partecipazioni azionarie e, più in generale, l'intera disciplina delle spa. Detto ciò, la libera trasferibilità conosce però dei limiti. Tali limiti hanno una duplice natura: da una parte si fa riferimento a quelli legali, dall'altra a quelli convenzionali. Rispetto al primo profilo si fa riferimento al caso in cui le azioni siano state liberate attraverso conferimenti in natura o attraverso il conferimento di un credito nonché al caso in cui siano state emesse azioni con prestazioni accessorie. In entrambi i casi il trasferimento è subordinato, da un lato, alla verifica della stima da parte dell'organo amministrativo e, dall'altra, al

negoziazione sui mercati regolamentati italiani non possono essere rappresentati da documenti: non potranno cioè essere incorporati in titoli di credito. La *ratio* della scelta legislativa è quella di semplificare ulteriormente il trasferimento di tali strumenti finanziari attraverso un sistema di gestione accentrata degli stessi.

consenso degli amministratori nel caso di azioni con prestazioni accessorie. Ulteriori limiti alla trasferibilità sono quelli convenzionali. Questi si distinguono in due tipologie. Si fa riferimento, in primo luogo, ai patti parasociali, attraverso i quali può essere limitata la trasferibilità della partecipazione, che si caratterizzano, però, per la loro efficacia *inter partes*: sono cioè produttivi di effetti solo limitatamente ai soci che li hanno sottoscritti. Inoltre agli stessi viene applicato il disposto di cui all'art. 1379 c.c. secondo il quale *il divieto di alienare stabilito per contratto (...) non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti*. I limiti statutari sono, al contrario, efficaci *erga omnes* e sono disciplinati dall'art. 2355 *bis* c.c. In particolare la norma prevede l'impossibilità di introdurre clausole statutarie che prevedano il divieto assoluto di alienazione delle azioni per una durata superiore a cinque anni dal momento della costituzione della società o dell'introduzione del suddetto divieto; impone inoltre che, qualora siano introdotte clausole di mero gradimento, venga contestualmente previsto un obbligo di acquisto a carico della società o dei soci o che sia consentito l'esercizio del diritto di recesso; infine prevede l'inefficacia delle clausole che sottopongono a particolari condizioni il trasferimento della partecipazioni *mortis causa*. Tipiche clausole che limitano il trasferimento delle azioni sono, di nuovo, le clausole di prelazione e di gradimento alle quali possono essere estese le medesime considerazioni espresse relativamente alle società a responsabilità limitata.

Capitolo IV.

I profili fiscali.

Il trattamento fiscale delle plusvalenze è inquadrato in un contesto più ampio riconducibile alla determinazione del reddito di impresa. È quindi necessario, primariamente, chiarire quali siano le modalità ed i principi a cui il legislatore si è ispirato per la determinazione del reddito di impresa, per poi analizzare la fattispecie particolare. Il legislatore fiscale, ai sensi dell'art. 55 TUIR, qualifica come redditi di impresa *quelli che derivano dall'esercizio di imprese commerciali*. Lo stesso continua specificando cosa si intenda per imprese commerciali richiamando congiuntamente tanto il disposto civilistico quanto quello fiscale di cui all'art. 32, comma 2 del TUIR. In particolare l'esercizio di un'impresa commerciale viene qualificato come *l'esercizio per professione abituale, ancorché non esclusiva, delle attività indicate nell'art. 2195 c.c., e delle attività indicate alle lettere b) e c) dell'art. 32 che eccedono i limiti stabiliti, anche se non organizzate in forma d'impresa*¹⁰⁴. L'art. 55 qualifica inoltre come redditi di impresa anche quelli derivanti dall'esercizio di attività organizzate imprenditorialmente rivolte alla prestazione di servizi diversi rispetto a quelli di cui all'art. 2195 c.c., i redditi derivanti *dall'attività di sfruttamento di miniere, cave, torbiere, saline, laghi, stagni e altre acque interne* nonché quelli derivanti dall'esercizio di attività agricole di cui

¹⁰⁴ L'art. 2195 c.c. chiarisce quali imprenditori siano passivi dell'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese. Nel definire tale obbligo la norma chiarisce le attività che possono essere qualificate come commerciali e dal cui esercizio deriva l'assoggettamento all'iscrizione nel registro delle imprese e, più in generale, alle norme dello statuto dell'imprenditore commerciale. In particolare il disposto normativo qualifica come attività commerciali: *l'attività industriale diretta alla produzione di beni o di servizi, l'attività di intermediazione nella circolazione dei beni; l'attività di trasporto per terra, per acqua o per aria, l'attività bancaria o assicurativa e le altre attività ausiliarie alle precedenti*. L'art. 32 TUIR definisce il reddito agrario ed il secondo comma, in particolare, considera, tra le altre, attività agricole anche *l'allevamento di animali con mangimi ottenibili per almeno un quarto dal terreno e le attività dirette alla produzione di vegetali tramite l'utilizzo di strutture fisse o mobili, anche provvisorie, se la superficie adibita alla produzione non eccede il doppio di quella del terreno su cui la produzione stessa insiste; le attività di cui al terzo comma dell'articolo 2135 del codice civile, dirette alla manipolazione, conservazione, trasformazione, commercializzazione e valorizzazione, ancorché non svolte sul terreno, di prodotti ottenuti prevalentemente dalla coltivazione del fondo o del bosco o dall'allevamento di animali, con riferimento ai beni individuati, ogni due anni e tenuto conto dei criteri di cui al comma 1, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze su proposta del Ministro delle politiche agricole e forestali*.

all'art. 32 qualora le stesse vengano esercitate da una società in nome collettivo o da una società in accomandita semplice ovvero da *stabili organizzazioni di persone fisiche non residenti esercenti attività di impresa*.

L'art. 56 TUIR, rubricato *Determinazione del reddito di impresa*, rinvia all'art. 83 e seguenti per la definizione delle modalità di quantificazione del reddito di impresa. Nonostante tali norme siano collocate nel capo disciplinante l'IRES le stesse si applicano, per espressa previsione normativa, a tutti i soggetti che producono reddito di impresa ai sensi dell'art. 55 TUIR. L'art. 83 TUIR statuisce che *il reddito complessivo è determinato apportando all'utile o alla perdita risultante dal conto economico (...) le variazioni in aumento o in diminuzione conseguenti all'applicazione dei criteri stabiliti nelle successive disposizioni della presente sezione*. Dal disposto normativo in commento ne derivano due corollari. Il primo è relativo al principio su cui è improntata la determinazione del reddito: il principio di derivazione secondo il quale “il risultato (utile o perdita) del conto economico è (...) fiscalmente rilevante come primo elemento di un calcolo che comprende variazioni di diverso segno – in aumento ed in diminuzione- di tale risultato¹⁰⁵”. Il secondo corollario è relativo, appunto, alle variazioni, di vario segno, che dovranno essere apportate al risultato civilistico. Questo è, in quanto tale, fiscalmente rilevante; pertanto fiscalmente rilevanti saranno anche i costi ed i ricavi che hanno concorso alla sua formazione. Di conseguenza, quindi, le norme fiscali avranno quale unico obiettivo quello di determinare le modalità di tassazione dei componenti positivi di reddito e di “determinare (...) le particolari condizioni, tempi e modalità a cui è subordinata la deduzione di determinanti componenti¹⁰⁶” negativi. Le incongruenze tra risultato civilistico e fiscale determinano l'insorgere dalla cosiddetta fiscalità differita.

4.1. La nozione di plusvalenza.

La nozione di plusvalenza è contenuta nell'art. 86 TUIR. Prima però di analizzare il contenuto del suddetto disposto normativo, è opportuno analizzare l'evoluzione del concetto di plusvalenza abbracciato dal legislatore fiscale. In questo modo, infatti,

¹⁰⁵ Così TESAURO, *Istituzioni di diritto tributario. Parte speciale*. Utet Giuridica, 2008, p. 104.

¹⁰⁶ Così TESAURO, *op. cit.*, nota 104, p. 104.

sarà possibile comprendere la *ratio* sottesa alla diversa tassazione a cui è stato assoggettato tale componente positivo di reddito nel tempo.

La plusvalenza è stata ritenuta per moltissimi anni dall'amministrazione finanziaria la ricchezza più importante nella disponibilità dell'imprenditore. In alcuni momenti è stata quasi ritenuta più importante dei ricavi in quanto gli stessi venivano poi abbattuti dagli inerenti costi. L'importanza attribuita alle plusvalenze dall'amministrazione finanziaria si evince dall'attività di accertamento svolta che, per molti anni, ha perseguito quale obiettivo prevalente quello di fare emergere il valore effettivo di plusvalenze realizzate ma non dichiarate nel loro intero ammontare. Tale comportamento si giustificava per due ordini di motivi. Da una parte la tassazione era piuttosto esosa (superava il 50%) pertanto la ricerca di tali elementi positivi si giustificava con l'esigenza di far cassa. Dall'altra l'amministrazione finanziaria riteneva che l'imprenditore fosse animato da un senso di ingiustizia, derivante dall'eccessiva pressione fiscale gravante su tali elementi, tale per cui fosse verosimile ritenere molto probabile un comportamento evasivo. A ciò deve poi aggiungersi il problema della tassazione della plusvalenza latente.

Una prima evoluzione rispetto alle modalità di tassazione delle plusvalenze, derivanti da cessioni di aziende e di partecipazioni di controllo o di collegamento, si è avuta nella seconda metà degli anni '90 con il decreto legislativo 358 del 1997. Lo stesso infatti introdusse, per la prima volta, la possibilità di applicare un'*imposta sostitutiva* sulle plusvalenze con un'aliquota del 27%.

Nell'attuale contesto normativo è l'art. 86 TUIR a disciplinare il trattamento fiscale delle plusvalenze. Lo stesso si caratterizza per disegnare un sistema che, rispetto al passato, detta numerose agevolazioni relative alla tassazione di tale componente positivo di reddito. Le stesse sono legate tanto al possesso del bene quanto alle fattispecie che ne determinano l'emersione. In questo senso è stato dettato il principio della neutralità fiscale di talune operazioni straordinarie di gestione (conferimenti) rispetto alla tassazione del plusvalore che dalle stesse ne potrebbe derivare: non rileva ai fini dell'applicazione delle imposte dirette. In questo caso la *ratio* è, evidentemente, quella di cercare di supportare lo sviluppo e la crescita delle imprese anche attraverso il sistema fiscale. È altrettanto vero, però, che i maggiori valori derivanti da tali operazioni potranno essere fiscalmente riconosciuti se l'imprenditore opererà per l'affrancamento pagando un'imposta sostitutiva.

L'art. 86 TUIR definisce le plusvalenze in termini residuali. Lo stesso, infatti, statuisce come queste derivino dalla cessione a titolo oneroso, dal risarcimento per

la perdita o il danneggiamento, dall'assegnazione ai soci o dalla destinazione a finalità diverse rispetto all'esercizio dell'attività di impresa di beni diversi da quelli indicati dall'art. 85 TUIR. Si deve pertanto fare riferimento a beni diversi rispetto a quelli dalla cui cessione possano realizzarsi ricavi. Sono pertanto esclusi dall'ambito applicativo della norma non solo i beni merce, i semilavorati, le materie prime ma anche le azioni, le obbligazioni, le partecipazioni che sono iscritte nell'attivo circolante o comunque qualsiasi attività destinata alla negoziazione.

Il primo comma dell'art. 86 precisa inoltre quali siano le condizioni che dovranno ricorrere affinché la plusvalenza concorra alla formazione dell'imponibile fiscale.

La norma fa riferimento a tre fattispecie diverse:

1. realizzazione mediante cessione a titolo. Si intende qualsiasi trasferimento, anche imposto dalla legge, o voluto da una sentenza, o imposto da un provvedimento di un'autorità che generi un corrispettivo.
2. *realizzazione mediante risarcimento, anche in forma assicurativa per la perdita o il danneggiamento dei beni.*
3. Assegnazione ai soci o destinazione dei beni a finalità diverse rispetto all'esercizio dell'attività di impresa. Si fa riferimento quindi all'uso personale e all'eterodestinazione dei beni.

Il secondo ed il terzo comma dell'art. 86 definiscono le modalità di quantificazione della plusvalenza: le stesse differiscono in ragione dell'evento che ne determina l'emersione. In particolare il secondo comma afferma che *nell'ipotesi di cui alla lettera a) e b) [cessione a titolo oneroso e risarcimento] la plusvalenza è costituita dalla differenza fra il corrispettivo o l'indennizzo conseguito al netto degli oneri accessori di diretta imputazione, e il costo non ammortizzato (...)*¹⁰⁷. Quindi il valore della plusvalenza (cioè il valore che va inserito fra i componenti positivi) non è esattamente ciò che viene conseguito in ragione dell'operazione ma è un valore fiscale che tiene conto che quel bene, nel momento in cui è stato acquistato è entrato in una logica di imputazione dei costi per competenza, mediante un processo di ammortamento; quindi parte del costo è già stato portato in deduzione negli esercizi precedenti. Pertanto, per evitare una duplice agevolazione, andrà considerata solo quella parte del costo che non è ancora stata "fatta valere" e di cui non era ancora stata operata la deduzione per intero. Qualora invece la plusvalenza

¹⁰⁷ Qualora il bene sia stato solo in parte danneggiato, è chiaro che la plusvalenza sarà pari alla differenza tra l'indennizzo corrisposto ed il costo non ammortizzato proporzionalmente attribuibile alla parte del bene danneggiata.

derivi dall'assegnazione di beni ai soci ovvero dalla destinazione degli stessi a finalità diverse rispetto all'esercizio dell'attività di impresa sarà pari alla *differenza fra il valore normale¹⁰⁸ e il costo non ammortizzato dei beni*.

Il secondo inciso del secondo comma dell'art. 86 disciplina una fattispecie particolare relativa alla cessione di azienda dettando prima il principio generale e poi una deroga allo stesso. In particolare, l'art. 86 afferma che *concorrono alla formazione del reddito anche le plusvalenze delle aziende, compreso il valore di avviamento, realizzate unitariamente mediante cessione a titolo oneroso*. La regola generale è quella secondo la quale concorre alla formazione del reddito di impresa anche la plusvalenza derivante dalla cessione a titolo oneroso dell'azienda e tale valore è comprensivo anche dell'avviamento. La norma però continua affermando che *se il corrispettivo della cessione è costituito esclusivamente da beni ammortizzabili, anche se costituenti un complesso o ramo aziendale, e questi vengono complessivamente iscritti in bilancio allo stesso valore al quale vi erano iscritti i beni ceduti, si considera plusvalenza soltanto il conguaglio in denaro eventualmente pattuito*. Tale inciso deve essere considerato un'eccezione. La fattispecie a venire in considerazione è quella per la quale l'azienda viene ceduta ed in cambio non si avrà un corrispettivo in denaro, ma un insieme di beni ammortizzabili (strumentali) che costituiscono, a loro volta, un complesso o un ramo d'azienda. Se questi vengono complessivamente iscritti in bilancio allo stesso valore al quale sono stati iscritti i beni ceduti, si avrà continuità dei valori fiscalmente riconosciuti e quindi non si genererà una plusvalenza: si avrà una permuta. Quindi se non viene erogato un conguaglio in denaro l'operazione è neutrale. Se, al contrario, dovesse essere pattuito un conguaglio in denaro è quella parte del corrispettivo che verrà considerata come una plusvalenza ed assoggettata a

¹⁰⁸ L'art. 9 TUIR definisce il *valore normale (...)* come il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi. Per la determinazione del valore normale si fa riferimento, in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo conto degli sconti d'uso. Per i beni e i servizi soggetti a disciplina dei prezzi si fa riferimento ai provvedimenti in vigore. La stessa norma detta poi delle modalità specifiche di quantificazione del valore normale per alcune tipologie di beni. In particolare, per i titoli negoziati nei mercati regolamentati si deve fare riferimento alla media aritmetica dei prezzi assunti nell'ultimo mese, per le altre azioni, per le quote di società non azionarie e per i titoli o quote di partecipazione al capitale di enti diversi dalle società, in proporzione al valore del patrimonio netto della società o ente, ovvero, per le società o enti di nuova costituzione, all'ammontare complessivo dei conferimenti; per le obbligazioni e gli altri titoli diversi da quelli indicati alle lettere a) e b), comparativamente al valore normale dei titoli aventi analoghe caratteristiche negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri e, in mancanza, in base ad altri elementi determinabili in modo obiettivo.

tassazione. Bisogna sottolineare come il legislatore fiscale individui un'altra fattispecie di trasferimento di azienda dalla cui realizzazione non deriva una plusvalenza, detta cioè un'ulteriore eccezione al principio generale. In questo caso si fa riferimento al disposto di cui al secondo comma dell'art. 58 TUIR in tema di plusvalenze derivanti da trasferimenti di azienda realizzati da soggetti titolari di reddito di impresa e passivi IRPEF¹⁰⁹. In particolare la norma dispone che *il trasferimento per causa di morte o per atto gratuito non costituisce realizzo di plusvalenze dell'azienda stessa; l'azienda è assunta ai medesimi valori fiscalmente riconosciuti nei confronti del dante causa. I criteri di cui al periodo precedente si applicano anche qualora, a seguito dello scioglimento, entro cinque anni dall'apertura della successione, della società esistente tra gli eredi, la predetta azienda resti acquisita da uno solo di essi*. Evidente ratio legislativa è quindi quella di favorire il cambio generazionale.

L'elemento cardine per la tassazione della plusvalenza è quindi la verifica della sussistenza della continuità: solo quando questa viene meno, quando cioè il bene fuoriesce dal complesso produttivo, si verifica il presupposto impositivo. Tale principio conosce un'eccezione relativa alla permuta, qualora venga ceduta l'azienda o un ramo di azienda: in questo caso la continuità non viene meno perché i beni vengono, è vero, trasferiti ma rimangono comunque all'interno di un contesto produttivo a valori fiscalmente identici a quelli anteriori al trasferimento.

4.2. La tassazione delle plusvalenze.

La tassazione delle plusvalenze è disciplinata dal quarto comma dell'art. 86. In particolare, *le plusvalenze realizzate (...) determinate a norma del comma 2 , concorrono a formare il reddito, per l'intero ammontare nell'esercizio in cui sono state realizzate*. Il principio generale è pertanto quello secondo il quale le stesse concorrono alla formazione del reddito nell'esercizio in cui vengono realizzate. La norma però conosce delle eccezioni relative tanto alle plusvalenze esenti di cui all'art. 87 quanto a quelle relative alla cessione di beni nella titolarità dell'azienda per un periodo più o meno lungo. L'art. 86, infatti, continua affermando che *se i beni [dal cui trasferimento deriva una plusvalenza] sono stati posseduti per un periodo non inferiore a tre anni, o a un anno per le società sportive*

¹⁰⁹ Si fa riferimento all'imprenditore individuale ed alle società di persone.

professionistiche, [concorreranno a formare il reddito] a scelta del contribuente, in quote costanti nell'esercizio stesso e nei successivi, ma non oltre il quarto. Il legislatore detta cioè delle condizioni al ricorrere delle quali è possibile fruire di una tassazione “agevolata” di tali valori in quanto la loro formazione, spesso, non dipende dalla volontà dell'imprenditore stesso. Si pensi, per esempio, a beni nella titolarità dell'azienda che diventano di interesse storico. L'agevolazione consiste nella rateizzazione che presuppone, però, che ricorrano due condizioni. La prima fa riferimento al possesso del bene: deve essere ininterrotto da almeno tre anni. Fattispecie particolare è quella relativa alle società sportive professioniste: in questo caso il termine è ridotto ad un anno. La seconda condizione è relativa all'esercizio dell'opzione per la rateizzazione. La norma statuisce che tale *scelta deve risultare dalla dichiarazione dei redditi; se questa non è presentata la plusvalenza concorre a formare il reddito per l'intero ammontare nell'esercizio in cui è stata realizzata.* La formulazione della norma potrebbe creare delle difficoltà interpretative. È chiaro che la dichiarazione dovrà essere sempre presentata ed anche qualora non lo fosse, la plusvalenza concorrerà alla formazione del reddito. Ciò che si presume abbia voluto dire il legislatore è che dalla dichiarazione deve emergere l'esercizio dell'opzione per la rateizzazione della plusvalenza. Qualora la stessa non dovesse essere esercitata infatti non si potrà fruire del regime agevolativo previsto. In questo senso quindi la dichiarazione ha efficacia costitutiva.

Infine l'ultimo inciso del quarto comma detta delle norma *ad hoc* per i beni che costituiscono immobilizzazioni finanziarie. In particolare per tali beni, *diversi da quelli di cui al successivo articolo 87 [plusvalenze esenti], le disposizioni dei periodi precedenti si applicano per quelli iscritti come tali negli ultimi tre bilanci; si considerano ceduti per primi i beni acquisiti in data più recente.* Due aspetti da sottolineare. Il primo è relativo al presupposto al cui verificarsi è possibile accedere all'agevolazione: si fa riferimento all'iscrizione in bilancio tra le immobilizzazioni da almeno tre esercizi e non al possesso. Il secondo è relativo alla metodologia attraverso la quale viene individuato il *dies a quo* da cui far decorrere i tre anni. Si utilizza la metodologia del LIFO considerando pertanto ceduti per primi i beni acquistati più recentemente.

Il comma 5 detta una norma che deroga il principio generale sulla tassazione delle plusvalenze in quanto inquadrata in un contesto particolare relativo alla crisi di impresa. Afferma quindi il legislatore che *la cessione dei beni ai creditori in sede di concordato preventivo non costituisce realizzo delle plusvalenze e minusvalenze dei*

beni, comprese quelle relative alle rimanenze e al loro valore di avviamento. La ratio è evidentemente evitare di aggravare una situazione già di crisi che potrebbe ulteriormente compromettere il buon esito della procedura.

Infine l'ultimo comma dell'art. 86 stabilisce che nelle ipotesi dell'art. 47, commi 5 e 7, costituiscono plusvalenze le somme o il valore normale dei beni ricevuti a titolo di ripartizione del capitale e delle riserve di capitale per la parte che eccede il valore fiscalmente riconosciuto delle partecipazioni. Le fattispecie determinate dall'art. 47, commi 5 e 7, sono quelle relative alla distribuzione ai soci delle riserve costituite con sovrapprezzi di emissione delle azioni o quote, con interessi di congruaggio versati dai sottoscrittori di nuove azioni o quote, con versamenti fatti dai soci a fondo perduto o in conto capitale e con saldi di rivalutazione monetaria esenti da imposta, nonché le somme o il valore normale dei beni ricevuti dai soci in caso di recesso, di esclusione, di riscatto e di riduzione del capitale esuberante o di liquidazione anche concorsuale delle società ed enti costituiscono utile per la parte che eccede il prezzo pagato per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni o quote annullate.

Norme *ad hoc* vengono poi dettate qualora l'attività di impresa venga esercitata da un imprenditore individuale. L'art. 56 TUIR afferma infatti che *il reddito di impresa è determinato secondo le disposizioni della sezione I capo II del titolo II salvo quanto disposto dal presente capo*. In tema di plusvalenze, l'art. 58 dispone che per quelle derivanti da cessione delle aziende, *le disposizioni del comma 4 dell'art. 86 non si applicano quando è richiesta la tassazione separata a norma del secondo comma dell'art. 17*. Il disposto dell'art. 17 subordina l'accesso alla tassazione separata al ricorrere di due requisiti: l'uno, soggettivo, l'altro relativo all'esercizio dell'opzione in sede dichiarativa. Rispetto al primo profilo si fa riferimento al soggetto che realizza la plusvalenza: affinché si possa accedere alla tassazione separata è necessario che la plusvalenza sia realizzata da una persona fisica esercente attività di impresa commerciale.

La cessione di partecipazioni, infine, può essere realizzata anche da una persona fisica non esercente attività di impresa. La plusvalenza che ne potrebbe derivare viene annoverata, a norma dell'art. 67 TUIR, tra i redditi diversi. Le modalità di tassazione varieranno a seconda della tipologia di partecipazione ceduta. Se infatti la partecipazione è qualificata¹¹⁰ si procederà alla somma algebrica delle eventuali

¹¹⁰ È lo stesso art. 67, comma 2, lettera c) a definire le condizioni al cui ricorrere la partecipazione può essere definita qualificata. In particolare, *costituisce cessione di partecipazioni qualificate la*

minusvalenze derivanti da cessione di partecipazioni dello stesso tipo: solo il 49,72% di tale differenza, se positiva, concorrerà alla formazione dell'imponibile. Se le minusvalenze dovessero essere maggiori rispetto alle plusvalenze, l'eccedenza potrà essere riportata in deduzione *fino a concorrenza del 49,72% dell'ammontare delle plusvalenze dei periodi successivi, ma non oltre il quarto, a condizione che sia indicata nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo di imposta nel quale le minusvalenze sono state realizzate.*

Al contrario, se la partecipazione non dovesse essere qualificata, i regimi di tassazione applicabili sono tre:

- Regime della dichiarazione;
- Regime del risparmio amministrato;
- Regime del risparmio gestito.

Il regime della dichiarazione o del risparmio individuale si caratterizza dal non ricorso agli intermediari finanziari. Ciò ha quale immediata conseguenza il fatto che gli adempimenti fiscali, in termini dichiarativi e di versamento dell'imposta dovuta gravino in capo al contribuente. In questo caso alla plusvalenza derivante da cessioni di partecipazioni non qualificate verrà applicata un'imposta sostitutiva del 20,00%. "L'imposta è pagata con cadenza annuale sull'incremento del capitale maturato ma non ancora realizzato con la dismissione dell'investimento; essa è, quindi, anticipata al fisco e saldata al momento della vendita dell'attività finanziaria, calcolando l'ammontare dovuto sulla frazione dell'anno in corso¹¹¹". Due aspetti da sottolineare: da una parte è prevista la possibilità di compensazione tra plusvalenze e minusvalenze maturate nel corso dell'anno purché derivanti da redditi della stessa natura; dall'altra, però, la tassazione avverrà al momento della maturazione del componente positivo di reddito e non al momento della sua

cessione di azioni, diverse dalle azioni di risparmio, e di ogni altra partecipazione al capitale od al patrimonio delle società di cui all'articolo 5, escluse le associazioni di cui al comma 3, lettera c), e dei soggetti di cui all'articolo 73, comma 1, lettere a), b) e d), nonché la cessione di diritti o titoli attraverso cui possono essere acquisite le predette partecipazioni, qualora le partecipazioni, i diritti o titoli ceduti rappresentino, complessivamente, una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 2 o al 20 per cento ovvero una partecipazione al capitale od al patrimonio superiore al 5 o al 25 per cento, secondo che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni. Secondo il disposto normativo sono quindi due i criteri per verificare se la partecipazione sia più o meno qualificata: il *quantum* partecipativo al capitale sociale ed il *quantum* di voti esercitabili in assemblea ordinaria. È chiaro che gli stessi possono essere applicati solo nel caso in cui si faccia riferimento a partecipazioni detenute in società di capitali. Al contrario se la partecipazione è detenuta in società di persone si dovrà guardare alla sola partecipazione al capitale sociale in quanto nelle stesse non vi è l'obbligatorietà dell'organo assembleare.

¹¹¹ Così il Glossario di Borsa Italiana in www.borsaitaliana.it.

realizzazione. Il regime del risparmio amministrato si caratterizza perché il risparmiatore tiene le proprie attività finanziarie in custodia o amministrazione presso gli istituti di credito senza però affidarne agli stessi la gestione. Di solito si fa riferimento ad un contratto di amministrazione e custodia. Si caratterizza pertanto tale regime per un ruolo marginale, quasi assente, dell'intermediario finanziario nella gestione a fronte, invece, di un ruolo attivo rispetto agli adempimenti fiscali derivanti da operazioni effettuate dal cliente: sarà infatti lo stesso intermediario a calcolare l'imposta dovuta ed a versarla. Anche in questo caso si applica un'imposta sostitutiva del 20,00% al momento però della realizzazione del plusvalore. È inoltre prevista la compensazione tra redditi aventi la stessa natura e se il saldo tra plusvalenze e minusvalenze è negativo, questo potrà essere sottratto dalle plusvalenze realizzate nei successivi quattro anni. Infine il regime del risparmio gestito si caratterizza perché è lo stesso risparmiatore che affida ad un intermediario specializzato (banca, società d'intermediazione mobiliare, fondo comune d'investimento aperto o chiuso e SICAV) la gestione del proprio patrimonio finanziario. Il risparmio può essere gestito:

- a) individualmente: il risparmiatore è titolare delle singole attività finanziarie nel suo portafoglio;
- b) collettivamente: il risparmiatore è titolare di una quota di un patrimonio indiviso (ad esempio in un fondo comune di investimento).

In particolare "i redditi incassati o maturati nel corso dell'anno (interessi, dividendi, plusvalenze) è soggetto a un'imposta [sostitutiva] del 20,00%, con compensazione delle minusvalenze (se il saldo tra plusvalenze e minusvalenze è negativo, questo potrà essere sottratto dalle plusvalenze realizzate nei successivi quattro anni). L'imposta viene pagata dall'intermediario che gestisce i risparmi dell'investitore ed è calcolata sul risultato netto della gestione maturato, confrontando cioè la valorizzazione del portafoglio investimenti alla fine dell'esercizio con quella all'inizio. Pertanto l'investitore è esente da obblighi nei confronti del Fisco, in quanto ad essi adempie il gestore del suo risparmio e gode del vantaggio dell'anonimato.

Caratteristica distintiva di questo metodo è che sono tassate le plusvalenze maturate, ossia stimate sulla base del valore delle attività possedute in portafoglio a una certa data. In questo modo l'intermediario può effettuare una compensazione

tra guadagni e perdite eventuali nel patrimonio finanziario del risparmiatore, anche tra redditi da capitale e redditi diversi¹¹²».

4.3. La disciplina delle *pex*.

L'art. 87 TUIR detta la disciplina delle cosiddette *participation exemption* ovvero di plusvalenze, determinate sulla base del disposto di cui all'art. 86 TUIR, che per volontà legislativa sono esenti da tassazione per il 95%. Il legislatore riteneva, in questo modo, di poter introdurre un valido strumento *per incrementare la competitività del sistema produttivo, adottando un modello fiscale omogeneo [rispetto] a quelli più efficienti in essere nei Paesi membri dell'Unione Europea*¹¹³.

L'obiettivo perseguito è pertanto duplice: l'uno è relativo alla volontà di introdurre degli strumenti di stimolo della crescita, l'altro di armonizzare la normativa interna con quella comunitaria. Ciò al fine di evitare la costituzione di holding di partecipazione in Paesi esteri e quindi trasferire in questi ricchezza. Tutto ciò si è tradotto nell'art. 87 TUIR che delinea l'ambito applicativo della parziale esenzione tracciandone il perimetro tanto in termini soggettivi quanto oggettivi nonché definendo i requisiti al cui verificarsi ne è subordinata l'applicazione.

Rispetto al profilo soggettivo, l'art. 87 si applica senz'altro ai soggetti passivi IRES posto che la norma in commento è appunto collocata tra quelle che disciplinano l'imposta sulle società. Si applica però anche alle società di persone ed agli imprenditori individuali, in virtù del disposto dell'art. 56 comma 1, il quale, nel definire le modalità di quantificazione del reddito di impresa, rinvia alle *disposizioni della sezione I del capo II del titolo II salvo quanto stabilito nel presente capo*. Rispetto a tale fattispecie, però, il disposto dell'art. 87 va integrato con il secondo comma dell'art. 58. La norma disciplina le modalità di tassazione di alcuni componenti del reddito di impresa qualora lo stesso sia realizzato da soggetti passivi IRPEF. In tema di plusvalenze afferma che *quelle di cui all'art. 87 non concorrono alla formazione del reddito imponibile in quanto esenti limitatamente al 50,28% del loro ammontare*.

¹¹² Così il Glossario di Borsa italiana in www.borsaitaliana.it.

¹¹³ Così la Legge Delega al governo per la riforma del sistema fiscale statale all'art. 4, comma 1, lettera c.

Rispetto al profilo oggettivo l'art. 87 statuisce che *non concorrono alla formazione del reddito imponibile in quanto esenti nella misura del 95 per cento le plusvalenze realizzate o determinate ai sensi dell'art. 86, commi 1, 2 e 3 relativamente ad azioni o quote di partecipazioni in società ed enti indicati nell'art. 5, escluse le società semplici e gli enti alle stesse equiparate, e nell'art. 73, comprese quelle non rappresentate da titoli (...).* Sono due gli aspetti da sottolineare. Il primo è relativo al *quantum* dell'esenzione: è pari al 95%. Ciò si giustifica in ragione della deducibilità dei costi di diretta imputazione. Se infatti fossero esentati al 100% e fossero deducibili i costi di diretta imputazione si avrebbe una duplice agevolazione. La scelta di assoggettare a tassazione il 5% del valore della plusvalenza è il frutto di una mera forfettizzazione dei costi di acquisizione effettuata dal legislatore. Il secondo aspetto è prettamente oggettivo ed attiene alla tipologia di partecipazione detenuta e dalla cui cessione può derivare una plusvalenza esente. La norma fa riferimento alla cessione di quote partecipative di società ed enti indicati nell'art. 5, escluse le società semplici e gli enti ad esse equiparati ovvero *le associazioni senza personalità giuridica costituite tra persone fisiche per l'esercizio in forma associata di arti e professioni*, e quelle di cui all'art. 73¹¹⁴. L'art. 87, a norma del terzo comma, estende l'esenzione anche ad altre due diverse fattispecie. In particolare *l'esenzione di cui al comma 1 si applica, alle stesse condizioni ivi previste, alle plusvalenze realizzate e determinate ai sensi dell'articolo 86, commi 1, 2 e 3, relativamente alle partecipazioni al capitale o al patrimonio, ai titoli e agli strumenti finanziari similari alle azioni ai sensi dell'articolo 44, comma 2, lettera a) ed ai contratti di cui all'articolo 109, comma 9, lettera b). Concorrono in ogni caso*

¹¹⁴ L'art. 73 TUIR individua il soggetti passivi IRES, segnatamente:

- a) le società per azioni e in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, le società cooperative e le società di mutua assicurazione, nonché le società europee di cui al regolamento (CE) n. 2157/2001 e le società cooperative europee di cui al regolamento (CE) n. 1435/2003 residenti nel territorio dello Stato;
- b) gli enti pubblici e privati diversi dalle società, nonché i trust, residenti nel territorio dello Stato, che hanno per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali;
- c) gli enti pubblici e privati diversi dalle società, i trust che non hanno per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciale nonché gli organismi di investimento collettivo del risparmio, residenti nel territorio dello Stato;
- d) le società e gli enti di ogni tipo, compresi i trust, con o senza personalità giuridica, non residenti nel territorio dello Stato.

2. Tra gli enti diversi dalle società, di cui alle lettere b) e c) del comma 1, si comprendono, oltre alle persone giuridiche, le associazioni non riconosciute, i consorzi e le altre organizzazioni non appartenenti ad altri soggetti passivi, nei confronti delle quali il presupposto dell'imposta si verifica in modo unitario e autonomo. Tra le società e gli enti di cui alla lettera d) del comma 1 sono comprese anche le società e le associazioni indicate nell'articolo 5. Nei casi in cui i beneficiari del trust siano individuati, i redditi conseguiti dal trust sono imputati in ogni caso ai beneficiari in proporzione alla quota di partecipazione individuata nell'atto di costituzione del trust o in altri documenti successivi ovvero, in mancanza, in parti uguali.

alla formazione del reddito per il loro intero ammontare gli utili relativi ai contratti di cui all'articolo 109, comma 9, lettera b), che non soddisfano le condizioni di cui all'articolo 44, comma 2, lettera a), ultimo periodo. La norma in commento estende l'esenzione anche alle plusvalenze derivanti dalla cessione di azioni, titoli e strumenti finanziari simili rispetto a quelli emessi dai soggetti di cui all'art. 73 purché la remunerazione sia costituita esclusivamente dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente. Per i soggetti di cui all'art. 73, comma 1, lettera d) però è necessario che ricorra un'altra condizione. Affinché si possa usufruire dell'esenzione è necessario che la plusvalenza sia totalmente indeducibile nello Stato in cui ha sede il soggetto emittente. In caso contrario, infatti, si determinerebbe una duplice agevolazione. Inoltre l'esenzione si applica anche alla cessione di quote relative a contratti di associazione in partecipazione ed al contratto di cointeressenza.

Definito l'ambito applicativo della norma tanto soggettivo quanto oggettivo, il legislatore definisce quali sono le condizioni al cui verificarsi è subordinata l'esenzione. In particolare, il disposto dell'art. 87 ne individua quattro:

- a *ininterrotto possesso dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione considerando cedute per prime le azioni o quote acquisite in data più recente;*
- b *classificazione nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso;*
- c *residenza fiscale della società partecipata in uno Stato o territorio di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze emanato ai sensi dell'articolo 168-bis, o, alternativamente, l'avvenuta dimostrazione, a seguito dell'esercizio dell'interpello secondo le modalità di cui al comma 5, lettera b), dell'articolo 167, che dalle partecipazioni non sia stato conseguito, sin dall'inizio del periodo di possesso, l'effetto di localizzare i redditi in Stati o territori diversi da quelli individuati nel medesimo decreto di cui all'articolo 168-bis;*
- d *esercizio da parte della società partecipata di un'impresa commerciale secondo la definizione di cui all'articolo 55. Senza possibilità di prova contraria si presume che questo requisito non sussista relativamente alle partecipazioni in società il cui valore del patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili diversi dagli immobili alla cui produzione o al cui scambio è effettivamente diretta l'attività dell'impresa, dagli impianti e*

dai fabbricati utilizzati direttamente nell'esercizio d'impresa. Si considerano direttamente utilizzati nell'esercizio d'impresa gli immobili concessi in locazione finanziaria e i terreni su cui la società partecipata svolge l'attività agricola.

Il requisito di cui alla lettera *a)* dell'art. 87 individua un requisito, per così dire, *temporale*: affinché si possa usufruire della parziale esenzione sarà necessario che il cedente sia in possesso della partecipazione da almeno il primo giorno del dodicesimo mese antecedente a quello in cui è avvenuta la cessione¹¹⁵. Il problema si pone nella misura in cui venga ceduto un pacchetto di partecipazioni acquistate in momenti diversi. In questo caso è la stessa norma a stabilire come il requisito del possesso ininterrotto debba essere verificato: si fa riferimento al metodo del LIFO considerando pertanto cedute per prime le partecipazioni acquistate per ultime¹¹⁶.

Il secondo requisito è quello relativo alla iscrizione della partecipazione, al termine del primo esercizio in cui se ne è stato acquistato il possesso, tra le immobilizzazioni finanziarie. Sono diversi gli aspetti da sottolineare. Il primo è relativo al fatto che rileva, al fine della fruizione dell'esenzione, la sola iscrizione tra le immobilizzazioni finanziarie nell'esercizio in cui è stato acquistato il possesso del bene. Da ciò ne deriva che se successivamente lo stesso dovesse essere iscritto nell'attivo circolante si potrà fruire dell'esenzione se ricorreranno gli altri requisiti a cui l'esenzione è subordinata. Tale interpretazione è sostenuta anche dall'amministrazione finanziaria la quale afferma che "l'iscrizione tra le immobilizzazioni nel primo esercizio rende (...) irrilevanti eventuali riclassificazioni del titolo nell'attivo circolante operate in esercizi successivi, con la conseguenza che la cessione di una partecipazione iscritta in origine tra le immobilizzazioni darà sempre luogo (ricorrendone le altre condizioni) ad una plusvalenza esente o ad una minusvalenza non deducibile¹¹⁷". Tale interpretazione è del resto confermata dal disposto del successivo comma 2 dell'art. 87 che afferma come solo *i requisiti di cui al comma 1, lettere c) e d) [debbano] sussistere ininterrottamente, al momento del realizzo, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso*. Inoltre il comma 1 *bis* riafferma il principio

¹¹⁵ In termini numerici: supponiamo che la partecipazione sia stata ceduta il 15 novembre 2012. Affinché sia verificato il requisito del possesso minimo ed ininterrotto, il cedente dovrà vanarne il possesso da almeno il primo novembre 2011.

¹¹⁶ È opportuno sottolineare come la scelta del LIFO faccia meramente riferimento all'individuazione di un metodo attraverso il quale verificare la sussistenza del requisito in commento e non anche della valutazione della partecipazione. Pertanto il contribuente potrà quantificarne il valore attraverso la metodologia che riterrà più idonea.

¹¹⁷ Così l'amministrazione finanziaria nella circolare n. 36/E dell'agosto 2004, p. 26.

per cui la disciplina in commento si applica alle sole partecipazioni iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie. La norma infatti afferma che al fine dell'applicazione dell'esenzione del 95% da tassazione sia necessario che la cessione di partecipazioni iscritte, rispettivamente, nell'attivo circolante o tra le immobilizzazioni finanziarie siano *considerate separatamente con riferimento a ciascuna categoria*.

Il terzo requisito dettato dall'art. 87 è relativo alla residenza del fiscale della società partecipata. Il disposto normativo impone che affinché si possa fruire della parziale esenzione sia necessario che la stessa abbia residenza in uno dei Paesi indicati dall'art. 168 *bis* TUIR ovvero *i Paesi ed i territori che consentono un adeguato scambio di informazioni*. Nella misura in cui la partecipata dovesse avere sede in Paesi diversi da quelli di cui all'art. 168 *bis*, si potrà fruire della parziale esenzione solo se dimostrato, a seguito della proposizione di un interpello, che l'acquisto della partecipazione, e la successiva cessione, non avesse scopi elusivi.

Quarto ed ultimo requisito individuato dal legislatore fiscale è quello relativo alla commercialità dell'attività svolta dalla partecipata. In questo senso la nozione di attività commerciale a cui fa riferimento il legislatore è quella stabilita dall'art. 55 TUIR "con la conseguenza che (...) essa coincide con le attività che danno luogo a reddito di impresa e, quindi, rileva secondo una definizione più ampia rispetto a quella civilistica"¹¹⁸. La verifica del requisito della commercialità ha creato delle incertezze interpretative rispetto alla sussistenza di tale requisito anche nella fase di *start up* dell'impresa. Ci si chiedeva cioè se tutte le attività propedeutiche allo svolgimento dell'attività di impresa, potessero essere considerate nel calcolo dei tre esercizi anteriori al periodo di imposta in cui era avvenuta la cessione, per verificare il possesso del requisito della commercialità. L'amministrazione finanziaria ha qualificato la fase di *start up* come lo svolgimento di "tutte le attività dirette a costituire, definire e rendere operativa la struttura aziendale, comprese quelle relative agli studi preparatori, all'ottenimento di permessi, licenze e autorizzazioni, alle ricerche di mercato, all'addestramento iniziale del personale, all'acquisizione delle risorse finanziarie e tecniche necessarie ad avviare l'attività dell'impresa"¹¹⁹. Secondo l'amministrazione finanziaria "la fase di *start up*, così intesa, costituisce un fattore essenziale e imprescindibile della vita dell'impresa (...). Il discrimine tra la fase di *start up* e l'avvio dell'attività commerciale rileva ai fini del computo del

¹¹⁸ Così, di nuovo, l'amministrazione finanziaria nella circolare n. 36/E dell'agosto 2004, p. 35.

¹¹⁹ Così l'amministrazione finanziaria nella circolare 7/E del 29 marzo 2013.

triennio di possesso previsto dall'articolo 87, comma 2, del TUIR. Il periodo di *start up*, infatti, ancorché non idoneo autonomamente a configurare l'esercizio di attività commerciale, è suscettibile di assumere una connotazione commerciale, ai fini *pex*, nell'ipotesi in cui venga seguito dallo svolgimento dell'attività d'impresa. In altri termini, il requisito della commercialità può considerarsi sussistente già nella fase di *start up* sempreché la società partecipata, dopo aver ultimato le fasi preparatorie ed essersi così dotata di un apparato organizzativo autonomo, inizi successivamente a svolgere l'attività per la quale è stata costituita¹²⁰».

La norma introduce poi una presunzione assoluta di non commercialità relativa all'attività svolta dalla partecipata. Qualora infatti il patrimonio della stessa sia costituito prevalentemente da immobili diversi da quelli alla cui produzione o scambio è rivolta l'attività di impresa ovvero da impianti e macchinari diversi da quelli utilizzati nell'esercizio dell'attività di impresa, l'amministrazione finanziaria ritiene che non ricorra il requisito della commercialità¹²¹. La norma si conclude affermando che comunque si considerano direttamente utilizzati nell'esercizio d'impresa (pertanto, sono esclusi dal calcolo della prevalenza) i beni immobili concessi in locazione finanziaria ed i terreni su cui la società partecipata svolge l'attività agricola.

L'amministrazione finanziaria ha precisato che “i fabbricati concessi in locazione o godimento, anche attraverso contratti di affitto d'azienda, non si considerano utilizzati direttamente nell'esercizio dell'impresa¹²²”. Da ciò ne deriva che “non risulta, pertanto, soddisfatto il requisito della commercialità previsto dalla disciplina *pex* in ipotesi di società di gestione immobiliare la cui attività appare caratterizzata in maniera essenziale e determinante dalla mera locazione degli immobili e dalla percezione dei relativi canoni¹²³”. Il problema che è venuto in considerazione è quello relativo alle cosiddette *società immobiliari attive* ovvero quelle che non svolgono un'attività di mera percezione di canoni di locazione ma che svolgono anche servizi complementari. L'amministrazione finanziaria, in questo senso, ha affermato come “la prestazione di tali servizi può risultare essenziale e determinante, dal punto di vista qualitativo e quantitativo, al fine di considerare tali

¹²⁰ In questo senso, l'amministrazione finanziaria nella circolare 7/E del 29 marzo 2013.

¹²¹ La relazione ministeriale di accompagnamento al decreto legislativo 12 dicembre 2003, n. 344 dispone che la valutazione del patrimonio da assumere al fine di verificare la prevalenza degli immobili deve essere effettuata a valori correnti e non a valori contabili; pertanto, il confronto da operare è tra valore corrente degli immobili e il totale dell'attivo patrimoniale, anch'esso assunto a valori correnti

¹²² Così l'amministrazione finanziaria nella circolare 36/E dell'agosto 2004, p.37.

¹²³ In questi termini l'amministrazione finanziaria nella circolare 7/E del marzo 2013.

immobili come idonei a configurare una gestione attiva del compendio immobiliare. In tale ottica, gli immobili in questione verrebbero considerati quali beni *utilizzati direttamente nell'esercizio dell'impresa* ai sensi dell'articolo 87, comma 1, lettera d), del TUIR. Sotto il profilo qualitativo, i servizi prestati devono riguardare il complesso immobiliare nel suo insieme e devono essere valutati in funzione della destinazione unitaria degli immobili stessi (...). Sotto il profilo quantitativo, i servizi prestati devono essere di significativa entità, così da rendere l'attività di locazione o di affitto non più preminente in quanto inserita in una più ampia attività di prestazione di servizi¹²⁴. Per verificare la loro significatività si dovrà guardare ai ricavi generati dalla prestazione di tali servizi: dovranno essere superiori rispetto a quelli derivanti dalla locazione dei connessi immobili ritenendo non computabili “i meri addebiti o rigiri di costi generali per utenze compresi nel canone di locazione o fatturati separatamente¹²⁵”.

Il successivo comma quattro, al contrario, introduce una presunzione assoluta di commercialità. In particolare il requisito della commercialità non rileva nella misura in cui oggetto di cessione siano *partecipazioni in società i cui titoli sono negoziati nei mercati regolamentati* ovvero nella misura in cui la plusvalenza venga realizzata *mediante offerte pubbliche di vendita*. Qualora la cessione di plusvalenza derivi dalla cessioni di tali beni il requisito della commercialità non dovrà quindi essere verificato: si presume infatti la sua soddisfazione.

Ultimo profilo, in termini di condizioni al cui verificarsi è possibile applicare il regime delle *pex*, è quello dettato dal comma 2 dell'art. 87. Lo stesso subordina l'esenzione alla sussistenza dei requisiti della residenza della partecipata e della commercialità dell'attività svolta ad un termine temporale. In particolare tali requisiti dovranno sussistere dall'inizio almeno *del terzo periodo di imposta anteriore al realizzo stesso*.

Il quinto comma della norma in commento detta una specifica condizione al cui verificarsi è possibile fruire della disciplina delle *pex*. Sotto il profilo oggettivo la

¹²⁴ A titolo esemplificativo, l'amministrazione finanziaria li identifica in “servizi relativi alla richiesta e gestione delle autorizzazioni amministrative [i.e. licenze commerciali per lo svolgimento delle attività nei singoli negozi], alla gestione amministrativa e finanziaria relativa alle attività svolte all'interno del complesso immobiliare, alla promozione e pubblicità degli spazi commerciali, alla predisposizione di attrezzature necessarie al funzionamento dei singoli immobili, allo svolgimento di tutte le complesse attività relative all'organizzazione e pubblicizzazione dei negozi, alla manutenzione e pulizia delle aree comuni interne ed esterne, alla gestione dell'utilizzo di mezzi di trasporto volti a favorire i potenziali clienti nel raggiungimento del complesso immobiliare, alla predisposizione di spazi comuni che favoriscano l'intrattenimento dei clienti, alle attività di animazione, di vigilanza e di gestione dei parcheggi”. Così la Circolare 7/E del marzo 2013, p. 20.

¹²⁵ Così, di nuovo, la circolare n. 7/E, p. 21.

norma si applica alle cessione di partecipazioni nelle cosiddette holding ovvero in società *la cui attività consiste in via esclusiva o prevalente nell'assunzione di partecipazioni*. In questo caso i requisiti della territorialità e della commercialità di cui al primo comma dovranno essere verificate in capo alle *società indirettamente partecipate*. La norma infine specifica quando si ritengono soddisfatte queste condizioni ovvero quando *tali requisiti sussistono nei confronti delle partecipate che rappresentano la maggior parte del valore del patrimonio sociale della partecipante*.

Infine, ultimo profilo da sottolineare, è quello relativo alla possibilità di rateizzare la quota imponibile della plusvalenza realizzata per la quale ricorrono i requisiti di cui all'art. 87 TUIR. L'orientamento dall'amministrazione finanziaria è quello di prediligere un'interpretazione prettamente letterale della norma. In particolare, la stessa fa leva sul disposto di cui al comma 4 dell'art. 86 che nel disciplinare le modalità di tassazione delle plusvalenze, realizzate a norma del primo comma del medesimo articolo, dispone, in due distinti incisi, l'esclusione dall'ambito applicativo della norma in commento delle plusvalenze realizzate ai sensi dell'art. 87 TUIR. L'art. 86 dispone infatti che per plusvalenze realizzate, *diverse da quelle di cui al successivo art. 87*, si possa esercitare, al ricorrere di opportune condizioni, l'opzione per la rateizzazione. Inoltre la stessa continua affermando che *per i beni che costituiscono immobilizzazioni finanziarie, diverse da quelle di cui al successivo articolo 87*, possono essere applicate le disposizioni di cui all'art. 86 purché tali beni siano iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie da almeno tre esercizi¹²⁶.

¹²⁶ Per maggiori approfondimenti rispetto alle modalità di tassazione delle plusvalenze di rinvia al § 4.2.

Parte seconda.

Il caso ZeFer spa.

Il caso aziendale avrà ad oggetto l'analisi della cessione della partecipazione della società ZeFer spa detenuta dal gruppo Salvatore Ferragamo spa. In prima battuta si inquadrerà il contesto di riferimento in cui operano le società attrici della cessione, per poi indagare gli aspetti caratteristici dell'operazione di M&A. In particolare, si procederà con l'analisi di bilancio della ZeFer per porre poi l'attenzione sui criteri valutativi utilizzati per la quantificazione del valore della partecipazione e quindi per la determinazione del prezzo di cessione. Verranno quindi analizzate le conseguenze, in chiave contabile, che tale operazione determinerà in capo alla società cedente. In questo senso è doveroso sottolineare come non si è voluto prescindere, anzi si è ritenuto di dover valorizzare, la figura della società cedente in quanto è parte integrante della cultura del *made in Italy* e rappresenta uno dei marchi più conosciuti ed apprezzati nel mondo, sinonimo di qualità ed innovazione.

5.1. Il settore della *moda di lusso*.

Nel linguaggio comune “un fenomeno è considerato *di moda* se, nell’istante in cui se ne parla, ha raggiunto un diffuso apprezzamento da parte di un certo pubblico in un determinato contesto che può essere geografico o di tipo socioculturale¹²⁷”. Da ciò ne deriva che affinché un fenomeno possa essere qualificato come di moda è necessario che sussistano due condizioni: da un lato, il prodotto deve suscitare un ampio apprezzamento nel pubblico e, dall’altro, lo stesso deve conoscere un’ampia diffusione in termini spaziali. Inoltre, il fatto stesso che si parli di *fenomeno* mette in evidenza che qualsiasi bene può essere *di moda* nella misura in cui lo stesso sia in grado di soddisfare i suddetti requisiti. Il concetto di moda tuttavia è stato tradizionalmente legato a quello di stagionalità, caratterizzato dall’irruenza e dalla volatilità del fenomeno. È proprio in ragione della fugacità che caratterizza il mondo della moda che tendenzialmente la stessa viene quasi esclusivamente legata all’abbigliamento creando un binomio inscindibile.

Chiarito il rapporto tra il concetto di moda ed il settore dell’abbigliamento, è necessario guardare al legame tra tale binomio ed i beni di lusso. Tra i vari modelli realizzati per rappresentare la struttura del settore dell’abbigliamento, quello elaborato da Pambianco¹²⁸ rappresenta in modo immediato tale legame. In particolare possono essere qualificati come beni di lusso solo quelli identificabili nell’*haute couture* e nel *pret-à-porter* in quanto caratterizzati da unicità, eccellenza ed esclusività. Costituiscono quindi un segmento a se stante del mercato che coniuga i caratteri di un fenomeno che conosce l’apprezzamento del pubblico ed un’ampia diffusione del suo contenuto con l’esclusività del prodotto in termini di accesso allo stesso, di qualità e di unicità di esemplari. Il connubio che ne deriva è un bene che pur essendo di moda è anche di lusso: si parla di alta moda.

¹²⁷ Così SAVIOLO – TESTA, *Le imprese del sistema moda. Il management al servizio della creatività*, Milano, Etas, 2000, p. 3.

¹²⁸ Le fasce del sistema moda in Le strategie delle aziende della moda nei nuovi scenari del mercato. Bisogna sottolineare come il settore della moda abbia conosciuto importanti evoluzioni nel tempo. Se in tempi passati infatti il consumatore era attento alle grandi griffe oggi tende a coniugare i prodotti dalle stesse realizzati con quelli definiti mass market ovvero realizzati dalle grandi catene commerciali quali Zara o H&M.

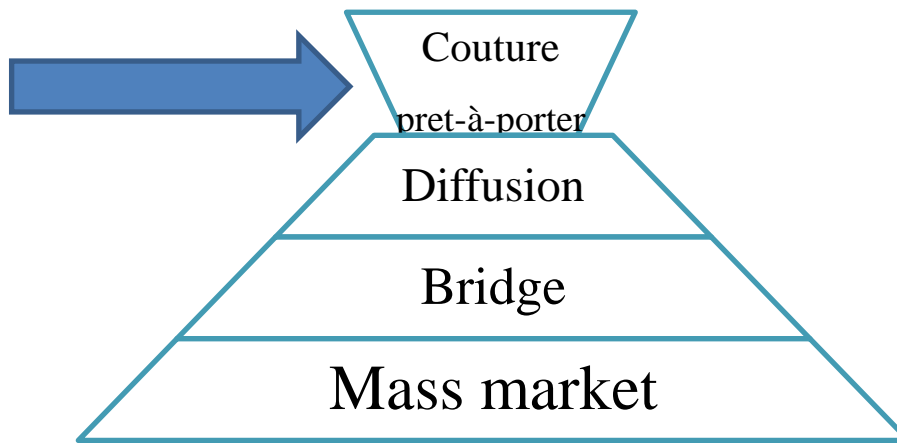


Figura 2: Le fasce del sistema moda

La produzione di beni di alta moda può essere inquadrata nel mercato del lusso e, in particolare, nel segmento qualificato come “beni personali di lusso”. Le categorie merceologiche che tipicamente caratterizzano tale segmento di mercato sono: l’abbigliamento, gli accessori (borse, scarpe, occhiali), profumi e cosmetici ed i gioielli. Lo studio annuale svolto dalla Fondazione Altagamma in collaborazione con Bain & Company, *Forecast on Worldwide Luxury Industry in 2013 – May update*, descrive il mercato dei beni personali di lusso come un mercato che non ha conosciuto la crisi economica mondiale. Gli ultimi dati, infatti, evidenziano una crescita del consumo di tali beni del 11% rispetto al 2010 e del 10% rispetto al 2011, passando da 192 miliardi di euro a circa 212 miliardi. Le previsioni per il 2013 sono anch’esse positive, con una crescita stimata del 4-5% rispetto all’anno precedente, seppur riviste al ribasso rispetto a quelle formulate nell’ottobre 2012, che stimavano una crescita del 7%. Graficamente:

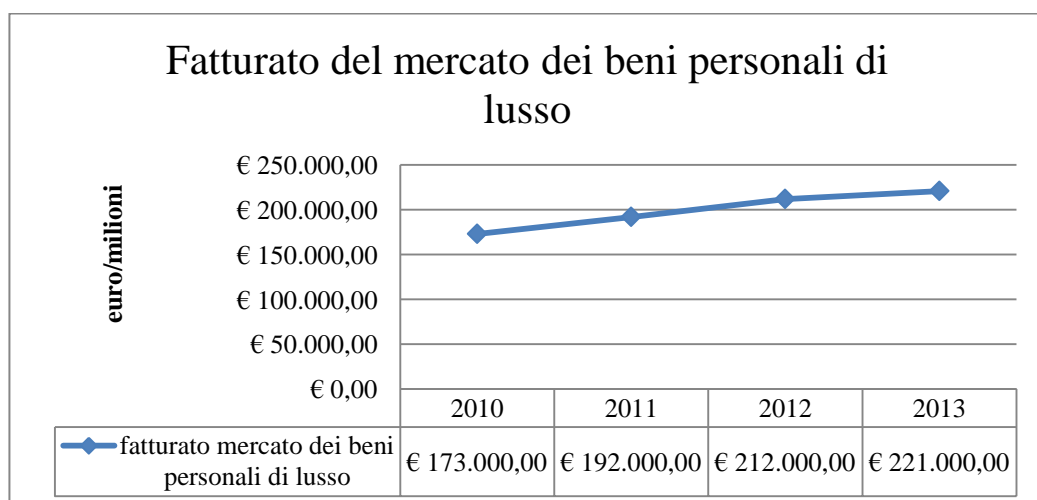


Figura 3: Andamento del fatturato del mercato dei beni personali di lusso.

Le categorie di prodotto che hanno avuto un incidenza maggiormente significativa sui valori totali di mercato sono stati l'abbigliamento e gli accessori in termini quantitativi, i gioielli invece hanno fatto registrare il tasso di crescita maggiore pari, mediamente, al 15% nel triennio. Graficamente¹²⁹:

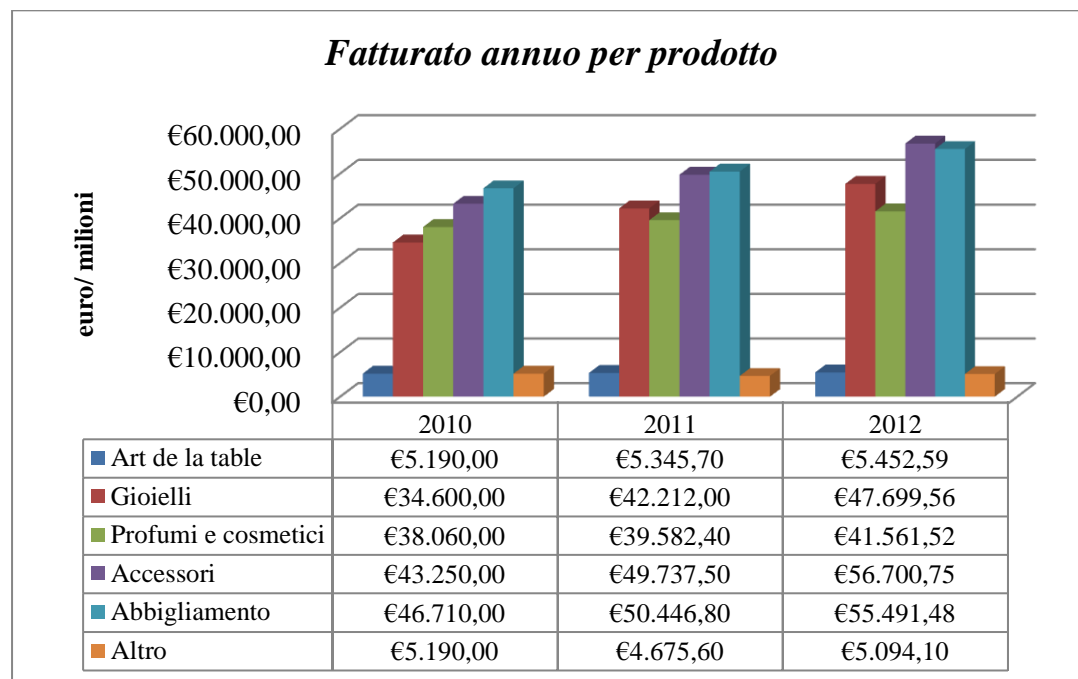


Figura 4: Fatturato annuo del mercato dei beni personali di lusso per prodotto.

Ultimo profilo è quello relativo alle aree geografiche in cui vengono acquistati beni di lusso: il mercato è trainato dal Sud- Est asiatico (Singapore ed Hong Kong) e dalla Cina con una crescita pari a circa il 10,50% rispetto al 2011. Stanno inoltre crescendo i mercati del Centro America (Messico) e dell'America Latina (Brasile, in particolare). Sono ripresi i consumi anche in Giappone e negli stati Uniti mentre l'Europa rimane il fanalino di coda con una crescita che si arresta al 4% rispetto all'anno precedente.

Lo studio inoltre sottolinea che ad un rallentamento dei consumi di beni di lusso in termini reali è però corrisposto un aumento dei margini reddituali. In particolare, "l'EBITDA medio delle imprese del settore potrà crescere del 9% rispetto al 2012¹³⁰": le previsioni formulate nello scorso ottobre lo stimavano al 7%.

¹²⁹ Il grafico è una rielaborazione dei dati dello studio della Fondazione Altagamma commissionato alla Bain & Company. In particolare i dati del 2010 e 2011 sono definitivi, al contrario quelli relativi al 2012 si basano su stime dell'andamento del mercato.

¹³⁰ Così Armando Brachini, vicepresidente di Altagamma, in un'intervista rilasciata al Sole 24Ore del 17 maggio 2013, p. 42

5.2. Il gruppo Salvatore Ferragamo spa.

Il gruppo Salvatore Ferragamo spa, grande realtà imprenditoriale del nostro Paese e importante espressione del *made in Italy*, si caratterizza per un profondo legame con il suo fondatore: Salvatore Ferragamo.

Salvatore Ferragamo nasce nel 1898 a Bonito, paese ad un centinaio di chilometri da Napoli, ed è l'undicesimo di quattordici figli. Già da adolescente dimostra grande passione per le scarpe tanto che ad 11 anni è apprendista presso un calzolaio napoletano ed a 13 apre un suo negozio a Bonito.

A 14 anni parte per l'America dove raggiunge uno dei fratelli che lavora in un grande calzaturificio di Boston. Pur essendo affascinato dai processi produttivi meccanizzati per la produzione di scarpe ne intravede i limiti qualitativi. Per questo agli inizi degli anni Venti si trasferisce da un altro fratello a Santa Barbara, in California, dove apre una bottega di riparazioni per calzature. Qui inizia a disegnare ed a realizzare scarpe per il cinema e contestualmente inizia la sua formazione accademica. Studia anatomia umana, ingegneria chimica e matematica all'università di Los Angeles cercando in questo modo di avere maggiore consapevolezza dell'anatomia umana tale da poter realizzare "scarpe che calzano alla perfezione".

Nel 1923 apre l'*Hollywood Boot Shop* e inizia per lui la carriera di *calzolaio delle stelle*, così come lo definisce la stampa locale. Il successo non tardò ad arrivare e fu di proporzioni così importanti da non riuscire a far fronte alle ordinazioni. Ferragamo riteneva però la manodopera americana non dotata dell'artigianalità e dell'esperienza necessaria per la realizzazione delle sue calzature. Per questo nel 1927 decide di tornare in Italia, a Firenze, e dal suo laboratorio fiorentino avviò un flusso di esportazione verso l'America. Lo stesso però si interruppe repentinamente qualche anno dopo a causa della crisi economica del 1929. La brusca riduzione delle esportazioni non tardò ad avere un effetto devastante anche sulla sua attività: l'azienda infatti fallì qualche anno dopo. Nonostante il fallimento della sua azienda Ferragamo cercò di continuare la sua attività. Si racconta, in particolare, che bussasse alle porte delle donne dalla borghesia fiorentina chiedendo di realizzare per loro le sue scarpe. Grazie alla fama di *calzolaio delle stelle*, in pochi anni gli affari rifiorirono tanto che nel 1936 affittò due laboratori ed un negozio nel Palazzo Spini Feroni, a Firenze. Sono gli anni in cui Ferragamo produce le sue creazioni più famose, come le *zeppe* di sughero.

Nel 1940 si sposa con Wanda Miletti dalla quale ebbe sei figli, tre maschi (Ferruccio, Leonardo e Massimo) e tre femmine (Fiamma, Giovanna e Fulvia).

Nel dopoguerra le scarpe di Salvatore Ferragamo diventano nel mondo uno dei simboli dell'Italia. In questo senso devono essere interpretati i tacchi a spillo rinforzati in metallo realizzati per Marilyn Monroe ovvero il sandalo invisibile con tomaia in filo di nylon. Nel 1950 l'azienda conta 700 dipendenti e si producono a mano 350 scarpe al giorno.

Salvatore Ferragamo muore nel 1960. La sua eredità è stata raccolta da sua moglie Wanda e dai suoi figli che hanno contribuito, e che contribuiscono ancora oggi, alla crescita dell'azienda. In particolare, la capacità imprenditoriale di Wanda Ferragamo ha consentito all'azienda di passare dalla mono-produzione (solo scarpe) al *ready to wear*, agli accessori in seta, agli occhiali, ai profumi, ai gioielli ed agli orologi. Gli ideali di Salvatore Ferragamo sono ancora vivi in una realtà aziendale ormai di dimensioni globali. Nonostante la crescente meccanizzazione resasi necessaria a seguito della continua espansione dell'azienda e, oggi del gruppo, le lavorazioni più importanti, soprattutto per le scarpe, che rappresentano il *core business* dell'azienda, sono fatte artigianalmente scegliendo le botteghe degli artigiani italiani a cui affidare la produzione¹³¹. In primo luogo la ricerca della qualità nella scelta dei tessuti e nelle lavorazioni coniugata alla creatività della *maison* hanno fatto sì che il gruppo Ferragamo sia diventato negli anni una delle maggiori aziende operanti nel settore del lusso. A fianco ad una politica di prodotto improntata alla qualità ed all'innovazione volta a soddisfare tutte le esigenze dei consumatori, ha avuto un'importanza fondamentale la lucida visione economico-commerciale a cui si è ispirata la gestione di Wanda Ferragamo e che ancora oggi orienta le scelte della *maison*. In particolare si fa riferimento alla distribuzione dei prodotti che avviene attraverso società controllate dalla capogruppo aventi sede in tutto il mondo che gestiscono direttamente negozi monomarca¹³² (DOS): a

¹³¹ Le piccole imprese artigiane vengono direttamente selezionate dalla Ferragamo che le individua e gli affida gli ordini attraverso due direttrici fondamentali. Il Gruppo infatti non è solo attento all'abilità dei maestri artigiani nella produzione ma anche alle peculiarità del prodotto da realizzare. Ciò fa sì che in base alla stagionalità, e quindi alle collezioni da realizzare, vengano selezionate, di volta in volta, le botteghe che realizzeranno il prodotto. Altro aspetto da sottolineare è che queste piccole realtà artigianali, molto spesso, hanno come unico cliente o comunque quale cliente principale il Gruppo. La crisi economica che ha travolto anche il mercato della moda, ha avuto quale conseguenza una riduzione della produzione che, inevitabilmente, si è ripercossa anche su tali piccole realtà. In questo senso la Salvatore Ferragamo spa ha finanziato i "propri" artigiani aiutando le stesse piccole imprese a superare la fase di depressione.

¹³² Quasi la totalità degli immobili in cui viene svolta l'attività di commercializzazione dei prodotti Ferragamo è di proprietà del Gruppo. Questo fa sì che il patrimonio immobiliare dello stesso abbia un valore tanto elevato da essere quasi superiore a quello dall'azienda stessa.

dicembre 2012 se ne contano 339. La Ferragamo distribuisce però i propri prodotti anche attraverso negozi monomarca gestiti da terzi (TPOS) che a fine 2012 erano pari a 268. Questo fa sì che il Gruppo, attraverso l'intera catena distributiva, sia presente in ben 92 Paesi nel mondo.

Nonostante la gestione prettamente familiare nel giugno del 2011 la Salvatore Ferragamo spa si quota a Milano offrendo sul mercato il 25% delle sue azioni¹³³ con un intervallo di bookbuilding¹³⁴ di 8,0000 – 10,5000 euro ed un prezzo di collocamento pari a 9,00 euro. Il valore del titolo conosce un trend di crescita costante che raggiunge il suo massimo storico il 23 luglio del 2013 quando è scambiato a 26.27 euro. Dalla quotazione ad oggi il valore del titolo è cresciuto di circa il 61%.



Figura 5: Andamento della quotazione del titolo Ferragamo.

Nonostante la quotazione in Borsa abbia consentito al Gruppo di rivolgersi al mercato dei capitali, il suo controllo rimane saldamente nelle mani della famiglia Ferragamo. Lo stesso viene esercitato attraverso il controllo totalitario della Ferragamo Finanziaria spa nonché attraverso la titolarità di partecipazioni detenute direttamente dai componenti della famiglia nella Salvatore Ferragamo spa, holding del gruppo. In questo senso:

¹³³ Il 25% è il flottante minimo richiesto per essere ammessi alla quotazione.

¹³⁴ L'intervallo di bookbuilding è l'intervallo di prezzo all'interno del quale dovrà collocarsi il prezzo di offerta finale in un'operazione di offerta titoli.

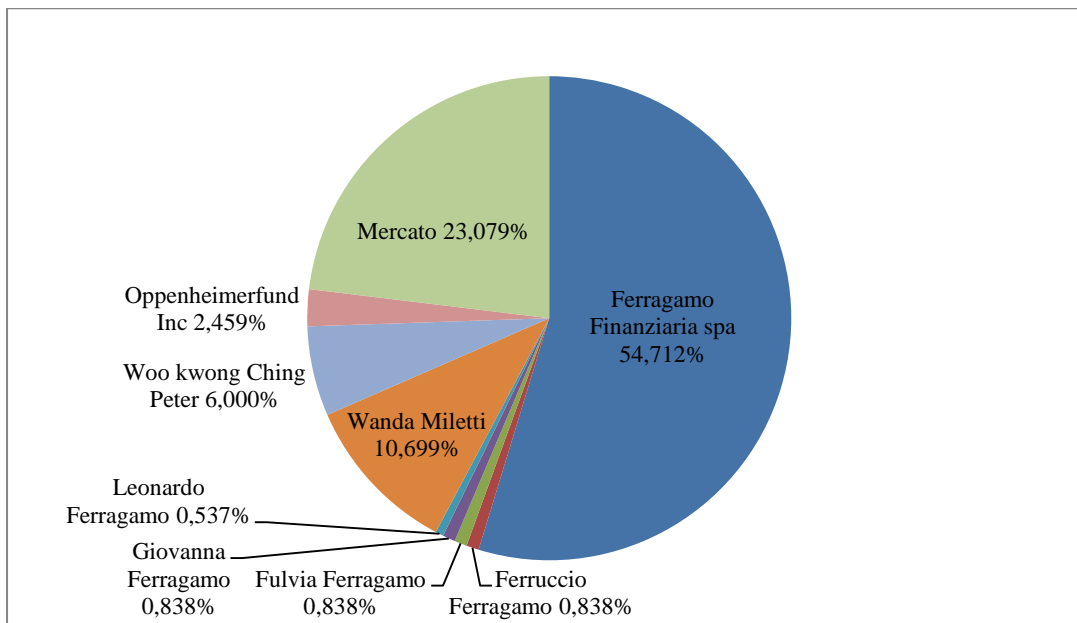


Figura 6: Azionariato della società Salvatore Ferragamo spa.

Al 31 dicembre 2012 il gruppo Salvatore Ferragamo spa presentava il seguente organigramma:

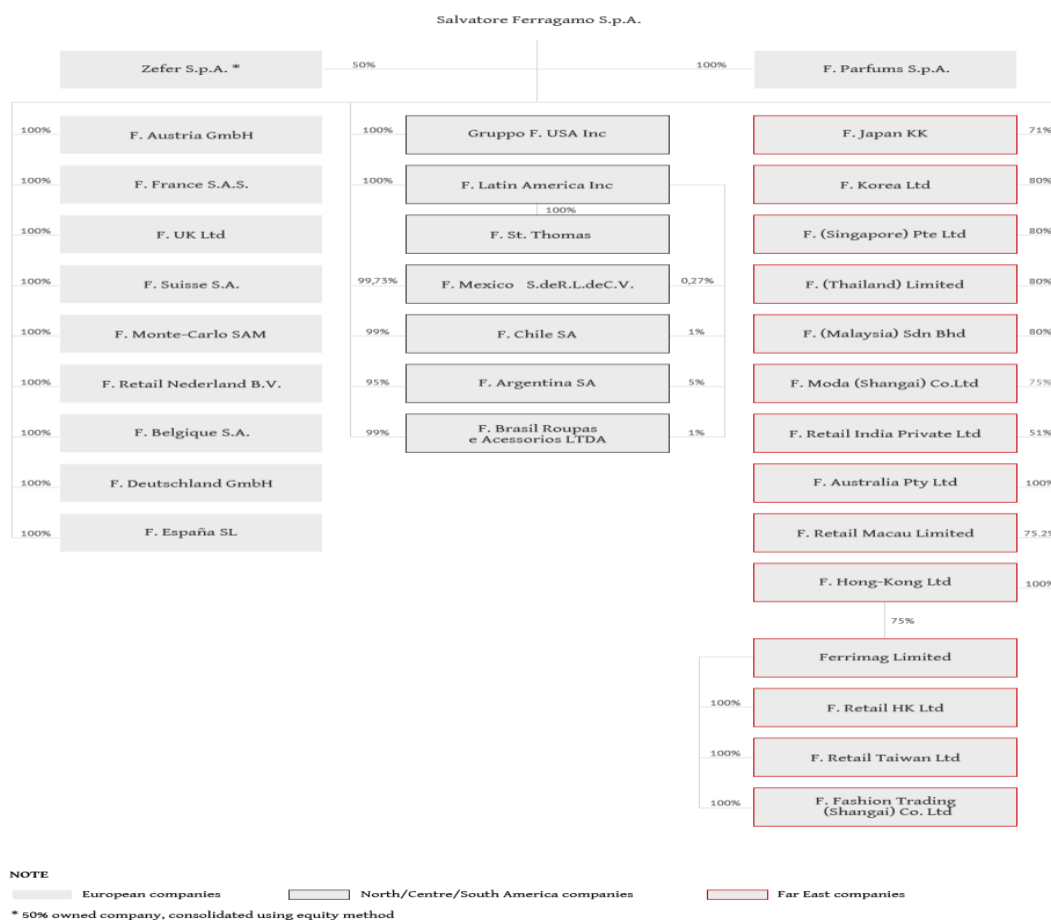


Figura 7: Organigramma del Gruppo Ferragamo.

A conferma dell'eccezionalità dei risultati del gruppo ci sono i numeri del bilancio chiuso il 31 dicembre 2012. Il gruppo Salvatore Ferragamo spa ha infatti realizzato un utile netto pari a 125.279.000 euro con una crescita del 21.3% rispetto all'esercizio precedente imputabile, in gran parte, all'incremento dei ricavi che sono passati 986.375.000 a 1.153.965.000 euro con una crescita del 16.9%¹³⁵. Infine, dato espressivo della solidità patrimoniale del gruppo, è il quoziente di indebitamento che si attestava intorno allo 0,19: ciò significa che per ogni euro di capitale di rischio investito ne affluiscono in azienda solo 0.19 di capitale di credito limitando così la dipendenza dal canale bancario.

Gli ultimi dati disponibili relativi al Gruppo sembrano auspicare una crescita anche per il 2013. In particolare dalla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013 si evidenzia un incremento dei ricavi, rispetto allo stesso periodo del 2012, pari al 9,53%: gli stessi sono passati da 565.107.000 nel 2012 ai 624.653.000 del 2013¹³⁶. Infine anche l'utile netto è cresciuto: ha conosciuto un aumento del 35,59% passando da euro 55.909.000 del 2012 ad euro 86.799.000 nello stesso periodo del 2013.

5.3. La ZeFer spa: analisi di bilancio.

La ZeFer spa è una joint venture costituita nel 2002 dalla Ferragamo Finanziaria spa, società controllante la Salvatore Ferragamo spa, e dalla Zegna Holditalia spa, società facente capo al gruppo Zegna, con sede a Firenze. L'obiettivo che si è voluto perseguire attraverso la sua costituzione è quello di "gestire a livello mondiale lo sviluppo del marchio Ermenegildo Zegna nel settore calzaturiero e della pelletteria"¹³⁷. Essendo la ZeFer una joint venture è necessario distinguere il profilo giuridico da quello più squisitamente economico- aziendale. Questa infatti avrà una struttura giuridica e manageriale autonoma con capitale sociale pari ad euro 500.000 suddiviso in 500.000 azioni di valore nominale pari ad un euro. Le stesse saranno divise equamente tra il Gruppo Ferragamo e Zegna: la joint venture

¹³⁵ I dati sono relativi al bilancio consolidato 2012 approvato dall'assemblea dei soci il 28 marzo 2013 e disponibile sul sito www.borsaitaliana.it

¹³⁶ Tale valore è complessivo tanto dei ricavi delle vendite e delle prestazioni quanto dei ricavi derivanti dalle locazioni mobiliari. La relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013 sottolinea come tale valore sia pari ad euro 5.303.000, aumentato del 21,97% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, e sia imputabile *interamente al Gruppo Ferragamo USA per la concessione in affitto di spazi negli immobili di proprietà*.

¹³⁷ Così il comunicato stampa congiunto delle due società.

dovrà quindi qualificarsi come paritetica. Il contratto sottoscritto dalle parti nel 2002 prevedeva inoltre la possibilità per il gruppo Ferragamo di poter esercitare nel 2013 opzioni put/call¹³⁸ sulle azioni detenute. Rispetto al profilo prettamente economico- aziendale si avvarrà, come nello spirito tipico delle joint ventures, da una parte, del know- how, del sistema produttivo e logistico della Ferragamo e, dall'altro, dei canali distributivi del gruppo Zegna. Verranno cioè creati specifici spazi all'interno dei negozi Zegna dedicati ai prodotti ZeFer. La prima collezione targata ZeFer ha debuttato nel 2003.

Nel 2006 la Ferragamo Finanziaria spa, ha ceduto la sua partecipazione alla Salvatore Ferragamospa per un controvalore pari a 6.480.000 euro.

Prima di procedere alla quantificazione del prezzo di cessione e delle relative conseguenze dell'operazione, si è ritenuto opportuno svolgere un'indagine sulla situazione economico, patrimoniale e finanziaria della stessa attraverso un'analisi per indici degli ultimi tre esercizi (2010, 2011 e 2012). È necessario, a riguardo, una doverosa precisazione relativa all'attività svolta della ZeFer. La stessa è infatti una joint venture e, come tale, sfrutta competenze, know- how e sistemi produttivi dei *co-venturer*, pertanto l'attività esercitata è prettamente rivolta alla commercializzazione dei prodotti. Ciò ha inevitabilmente degli impatti sulla struttura patrimoniale della società. Per svolgere in maniera corretta ed efficace l'analisi della struttura patrimoniale dell'azienda si è provveduto alla riclassificazione dello stato patrimoniale in base, rispettivamente, al tempo di ritorno degli impieghi ed al tempo di estinzione delle fonti.

STATO PATRIMONIALE	2010	2011	2012
ATTIVO			
Immobilizzazioni immateriali			
Brevetti	€ 2.813,00	€ 1.407,00	€ 11.782,00
Incremento software personalizzato	€ 3.334,00	€ 2.584,00	€ 37.617,00
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	€ 6.147,00	€ 3.991,00	€ 49.399,00
Impianti e macchinari			€ 629.290,00
Fondo ammortamento			-€ 52.349,00
Attrezzature industriali e commerciali	€ 80.428,00	€ 80.428,00	€ 87.428,00
Fondo ammortamento	-€ 66.721,00	-€ 73.191,00	-€ 77.739,00
Altri beni	€ 110.811,00	€ 89.391,00	€ 106.487,00

¹³⁸ Le opzioni put e call sono contratti finanziari che attribuiscono al compratore il diritto di vendere o comprare una determinata quantità dell'attività finanziaria o reale sottostante ad un prezzo determinato, ad una data specifica o entro una data specifica.

Fondo ammortamento	-€ 84.377,00	-€ 72.318,00	-€ 80.513,00
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	€ 40.141,00	€ 24.310,00	€ 612.604,00
Immobilizzazioni finanziarie			
Partecipazioni nel Consorzio Conai	€ 5,00	€ 5,00	€ 5,00
Cauzioni	€ 11.987,00	€ 14.687,00	€ 23.558,00
Crediti tributari	€ 24.805,00	€ 24.805,00	€ 13.443,00
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	€ 36.797,00	€ 39.497,00	€ 37.006,00
TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO	€ 83.085,00	€ 67.798,00	€ 699.009,00
Magazzino			
Rimanenze materie e merci	€ 35.674,00	€ 67.375,00	€ 204.574,00
Rimanenze di prodotti finiti e merci	€ 11.857,00	€ 12.558,00	€ 322.561,00
Risconti attivi	€ 1.897,00	€ 3.248,00	€ 12.156,00
TOTALE MAGAZZINO	€ 49.428,00	€ 83.181,00	€ 539.291,00
Liquidità differita			
Crediti verso clienti	€ 9.390.637,00	€ 8.967.303,00	€10.261.023,00
Crediti verso controllanti	€ 10.292,00	€ 1.871,00	€ 13.726,00
Crediti tributari	€ 237.154,00	€ 920.118,00	€ 719.580,00
Crediti per imposte anticipate	€ 20.625,00	€ 20.625,00	€ 48.261,00
Crediti verso altri	€ 388,00	€ 5.276,00	€ 13.016,00
TOTALE LIQUIDITA' DIFFERITA	€ 9.659.096,00	€ 9.915.193,00	€11.055.606,00
Liquidità immediata			
Depositi bancari e postali	€ 1.006.829,00	€ 1.633.744,00	€ 341.973,00
Denaro e valori in cassa	€ 1.691,00	€ 1.482,00	€ 966,00
TOTALE LIQUIDITA' IMMEDIATA	€ 1.008.520,00	€ 1.635.226,00	€ 342.939,00
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	€ 10.717.044,00	€11.633.600,00	€11.937.836,00
TOTALE ATTIVO	€ 10.800.129,00	€11.701.398,00	€12.636.845,00

Tabella 3: Prospetti dell'attivo dello stato patrimoniale della ZeFer spa riclassificati

PASSIVO	2010	2011	2012
Mezzi propri			
Capitale sociale	€ 500.000,00	€ 500.000,00	€ 500.000,00
Riserva legale	€ 100.000,00	€ 100.000,00	€ 100.000,00
Riserva straordinaria	€ 783.613,00	€ 786.855,00	€ 744.249,00
TOTALE MEZZI PROPRI	€ 1.383.613,00	€ 1.386.855,00	€ 1.344.249,00
Passività consolidate			
Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	€ 147.839,00	€ 150.711,00	€ 165.823,00
Fondi per rischi ed oneri	€ 188.040,00	€ 188.040,00	€ 174.520,00
TOTALE PASSIVITA' CONSOLIDATE	€ 335.879,00	€ 338.751,00	€ 340.343,00
Passività correnti			

Debiti verso fornitori	€ 6.342.370,00	€ 6.127.299,00	€ 7.214.390,00
Debiti verso controllanti	€ 1.460.482,00	€ 1.872.340,00	€ 2.045.089,00
Debiti tributari	€ 160.656,00	€ 290.711,00	€ 77.965,00
Debiti verso istituti assistenziali e previdenziali	€ 83.922,00	€ 89.164,00	€ 74.768,00
Altri debiti	€ 130.926,00	€ 191.097,00	€ 333.007,00
Dividendi agli azionisti	€ 900.000,00	€ 1.400.000,00	€ 1.200.000,00
Risconti	€ 2.281,00	€ 5.181,00	€ 7.034,00
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	€ 9.080.637,00	€ 9.975.792,00	€ 10.952.253,00
TOTALE PASSIVO	€ 10.800.129,00	€ 11.701.398,00	€ 12.636.845,00

Tabella 4: Prospetti del passivo dello stato patrimoniale della ZeFer spa riclassificati.

Riclassificato lo stato patrimoniale, si è provveduto alla quantificazione dei principali indici sintetizzati nella tabella seguente:

INDICE	FORMULA	2010	2011	2012
Indice di rigidità degli impieghi	A_f / C_i	0,769%	0,579%	5,532%
Indice di elasticità degli impieghi	A_c / C_i	99,231%	99,421%	94,468%
Indice di diponibilità del magazzino	M / C_i	0,458%	0,711%	4,268%
Indice di liquidità totale	$(L_d + L_i) / C_i$	98,773%	98,710%	90,201%
Indice di liquidità immediata	L_i / C_i	9,338%	13,975%	2,714%
Indice di autonomia finanziaria	M_p / C_i	12,811%	11,852%	10,638%
Indice di indebitamento	$(P_l + P_b) / C_i$	87,189%	88,148%	89,362%
Indice di indebitamento a lungo	P_l / C_i	3,110%	2,895%	2,693%
Indice di indebitamento a breve	P_b / C_i	84,079%	85,253%	86,669%
Tempo medio di incasso dei crediti v/clienti	$(C_{cl} / V) * 365$	144,300	107,041	115,081
Tempo medio delle scorte	$(M / C_v) * 365$	0,760	0,993	5,991
Tempo medio di pagamento dei fornitori	$(D_{for} / A) * 365$	137,237	110,760	119,592
Margine di struttura I	$M_p - A_f$	1.300.528,00	1.319.057,00	645.240,000
Quoziente di struttura I	M_p / A_f	16,653	20,456	1,923
Quoziente di indebitamento totale	$(P_l + P_b) / M_p$	6,806	7,437	8,464
Margine di disponibilità	$A_c - P_b$	1.636.407,00	1.657.808,00	985.583,00
Quoziente di disponibilità	A_c / P_b	1,180	1,166	1,090
Margine di tesoreria	$L_d + L_i - P_b$	1.586.979,00	1.574.627,00	446.292,00
Quoziente di tesoreria	$(L_d + L_i) / P_b$	1,17	1,158	1,041

Tabella 5: Indici patrimoniali della ZeFer spa.

La struttura patrimoniale si caratterizza per un elevato grado di elasticità (l'incidenza dell'attivo circolante sul capitale investito è pari mediamente al 97,706%) a fronte di una rigidità esigua: l'attivo immobilizzato rappresenta mediamente poco più del 2% del capitale investito. Nel 2012 si registra una controtendenza: l'incidenza dell'attivo immobilizzato sul capitale investito si attesta intorno al 5,5% a seguito di investimenti effettuati principalmente per l'acquisto di macchinari specificatamente rivolti alla produzione. Ciò si giustifica, presumibilmente, in ragione della scelta di cedere la partecipazione detenuta dal Gruppo Ferragamo e quindi dalla necessità di dotarsi di impianti e macchinari che possano garantire continuità produttiva. Fino al 31 dicembre 2012 e per tutto il 2013 infatti la stessa è stata, e sarà, svolta dalla Ferragamo.

Rispetto alle grandezze componenti l'attivo circolante, si evidenzia un'incidenza del magazzino esigua seppur crescente nel triennio analizzato (si passa dallo 0,5% del 2010 al 4,27% del 2012). Ciò si giustifica, di nuovo, in ragione dell'attività esercitata dalla ZeFer rivolta prettamente alla commercializzazione e non alla realizzazione di prodotti. Elevata è invece l'incidenza della liquidità differita sul totale del capitale investito e, in particolare, dei crediti verso clienti. Ciò implica la necessità di coordinare la dinamica degli incassi con quella dei pagamenti anche in ragione della significativa incidenza dei debiti verso fornitori¹³⁹ sul totale del passivo patrimoniale. In questo senso si deve sottolineare come la dinamica incassi-pagamenti sia perfettamente sincronizzata solo dal 2011. Il tempo medio di incasso è maggiore rispetto a quello del pagamento: in linea di principio, quindi, dovrebbero essere scongiurati rischi di carenza di liquidità. In questo senso, nel 2011, il tempo medio di giacenza delle scorte era inferiore ad un giorno mentre il tempo medio di incasso è pari a 107 giorni contro i 111 dei pagamenti. In termini grafici, la durata media del ciclo del circolante può essere così rappresentata:

¹³⁹ Il tempo medio di pagamento dei debiti verso fornitori è stato calcolato come rapporto tra i debiti verso fornitori e gli acquisti. Due precisazioni a riguardo. La prima è relativa ai debiti: nella loro quantificazione sono stati considerati anche i debiti verso le controllanti perché si presume che i prodotti vengano acquistati dalla stesse e perché ci si avvale anche dei loro canali distributivi. La seconda è relativa agli acquisti: si sono considerate le voci B6 e B7 del conto economico civilistico ovvero i costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci ed i costi per servizi.



Figura 8: Durata media del ciclo del circolante nel 2011

Anche nel 2012 la FeZer ha registrato sincronia nella dinamica incassi- pagamenti: il tempo medio di incasso è stato pari a 115 giorni e quello di pagamento a 120. Nell'anno, però, si è registrato un allungamento della durata media del ciclo del circolante imputabile, da una parte, ad un incremento contestuale tanto del tempo medio di incasso quanto di quello di pagamento e, dall'altro, ad un incremento del tempo medio di giacenza delle scorte pari a 6 giorni. Tale controtendenza potrebbe essere imputabile alla crisi economica che si manifesta primariamente con carenza di liquidità che ha comportato una dilatazione dei tempi di incasso e di giacenza delle scorte. Ciò ha imposto all'azienda di agire in termini di allungamento dei tempi medi di pagamento per evitare di incorrere lei stessa in rischi di liquidità. Graficamente:

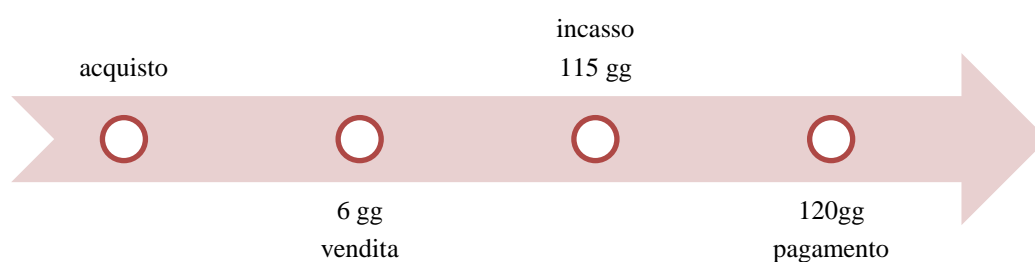


Figura 9: Durata media del ciclo del circolante nel 2012.

L'analisi di composizioni delle fonti evidenzia una struttura patrimoniale propria di gran parte delle imprese italiane. Il grado di capitalizzazione, espresso dall'indice di autonomia finanziaria, evidenzia un'incidenza dei mezzi propri sul capitale investito esigua: si attesta intorno al 12% nel 2010 per arrivare, con un trend decrescente nel

triennio, al 10,6% nel 2012. Ciò è il frutto della politica dei dividendi. Gli utili conseguiti nel triennio infatti sono sempre stati distribuiti ma se nel 2010 e nel 2011 una parte degli stessi veniva accantonata a riserva, privilegiando dunque una politica di riservizzazione dell'utile, nel 2012 non solo è stato integralmente distribuito ma è stata smobilizzata anche una parte della riserva straordinaria il cui utilizzo può essere destinato ai soci¹⁴⁰.

A fronte di un basso livello di capitalizzazione emerge un ampio ricorso al capitale di credito con un trend crescente nel triennio ed un'incidenza significativa delle passività a breve e, tra queste, dei debiti commerciali. Nonostante questo l'analisi di correlazione si dimostra coerente. Infatti attraverso i mezzi propri l'azienda è in grado non solo di coprire l'attivo immobilizzato ma anche il magazzino, che è la parte meno liquida del circolante quando il tempo di rotazione è molto elevato a causa, per esempio, dell'obsolescenza dei prodotti. Per la restante parte, l'attivo circolante è coperto con passività a breve, la cui voce più significativa è relativa ai debiti commerciali. Sotto questo profilo è fondamentale sincronizzare entrate ed uscite: tale obiettivo è stato appunto raggiunto nel 2011.

Nel 2012 gli indici patrimoniali più significativi hanno conosciuto un andamento in controtendenza rispetto agli esercizi precedenti. A riguardo è necessario sottolineare come sia in atto un presumibile cambiamento della politica economico- industriale implementata dall'azienda. Nello scorso esercizio infatti sono stati effettuati investimenti pari a poco più di 600.000 euro nell'attivo immobilizzato e si è incrementato anche l'indebitamento verso terzi a fronte di una uguale riduzione dei mezzi propri. Ciò è probabilmente imputabile al cambiamento dell'attività che l'azienda svolgerà a partire dal 2014.

Rispetto al profilo reddituale, per poter svolgere un'analisi delle principali grandezze economiche e dei relativi indici che le sintetizzano è necessario riclassificare il conto economico. Si riporta pertanto di seguito il conto economico riclassificato in base alla produzione ottenuta:

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	2010	2011	2012
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	23.753.140,00	30.577.623,00	32.544.542,00
Rimanenze finali di prodotti finiti	11.857,00	12.558,00	322.561,00
Esistenze finali di prodotti finiti	-14.511,00	-11.857,00	-12.558,00
Altri ricavi e proventi	37.789,00	28.529,00	7.921,00

¹⁴⁰ Nel triennio di riferimento l'azienda non ha proceduto con l'accantonamento degli utili alla riserva legale in quanto la stessa era già pari ad un quinto del capitale sociale.

PRODOTTO DI ESERCIZIO	23.788.275,00	30.606.853,00	32.862.466,00
Costi per materie prime, sussidiarie e di consumo	18.841.224,00	24.177.625,00	25.551.854,00
Esistenze iniziali di materie	9.979,00	35.674,00	67.375,00
Rimanenze finali di materie	-35.674,00	-67.375,00	-204.574,00
CONSUMO MATERIE	18.815.529,00	24.145.924,00	25.414.655,00
Costi per servizi	2.259.694,00	2.814.181,00	3.724.822,00
Costi per godimento beni di terzi	158.472,00	188.027,00	186.885,00
Oneri diversi di gestione	11.804,00	18.064,00	19.727,00
Totale costi operativi	2.429.970,00	3.020.272,00	3.931.434,00
VALORE AGGIUNTO	2.542.776,00	3.440.657,00	3.516.377,00
Spese per il personale	1.072.797,00	1.311.766,00	1.646.183,00
MARGINE OPERATIVO LORDO	1.469.979,00	2.128.891,00	1.870.194,00
Ammortamenti	29.824,00	19.466,00	81.347,00
REDDITO OPERATIVO	1.440.155,00	2.109.425,00	1.788.847,00
SALDO AREA FINANZIARIA	5.202,00	36.410,00	-5.942,00
SALDO AREA STRAORDINARIA	1.261,00	-5.045,00	-8.283,00
RISULTATO ANTE IMPOSTE	1.446.618,00	2.140.790,00	1.774.622,00
Imposte	501.670,00	737.548,00	617.229,00
RISULTATO NETTO	944.948,00	1.403.242,00	1.157.393,00

Tabella 6: Prospetti di conto economico della ZeFer spa riclassificati

Il fatturato, nel triennio considerato, è sempre cresciuto: si osserva un incremento di circa il 12% nel 2010, di circa il 22% nel 2011 e di quasi il 6% nel 2012 rispetto all'esercizio precedente. In particolare, il fatturato ha registrato il seguente andamento:

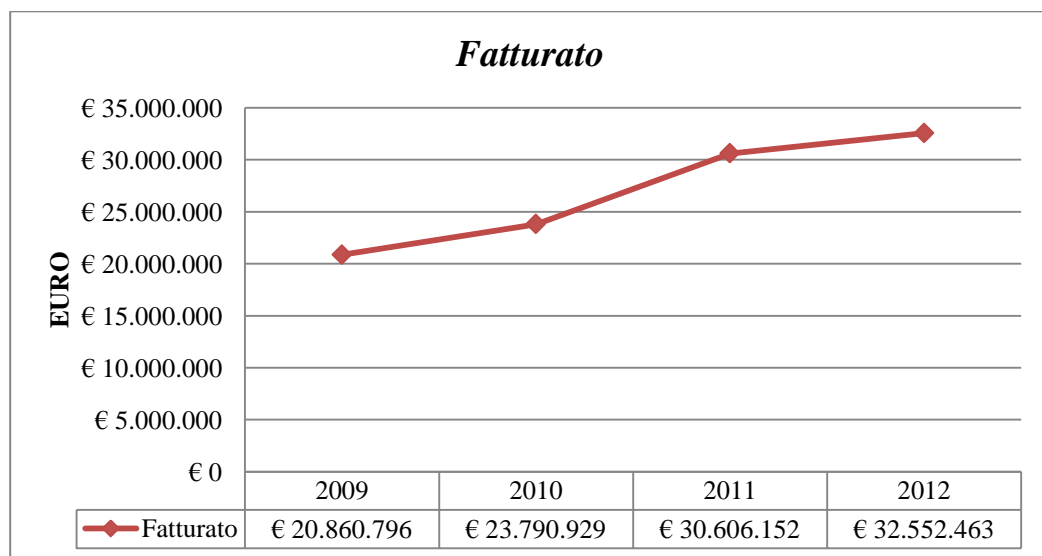


Figura 10: Andamento del fatturato della ZeFer spa.

Nell'aggregato fatturato vengono considerati anche ricavi relativi all'area caratteristica ma non qualificabili come derivanti dalla vendita dei prodotti a marchio ZeFer. Scorporando dal fatturato tali proventi, l'andamento dei ricavi delle vendite può essere così rappresentato¹⁴¹:

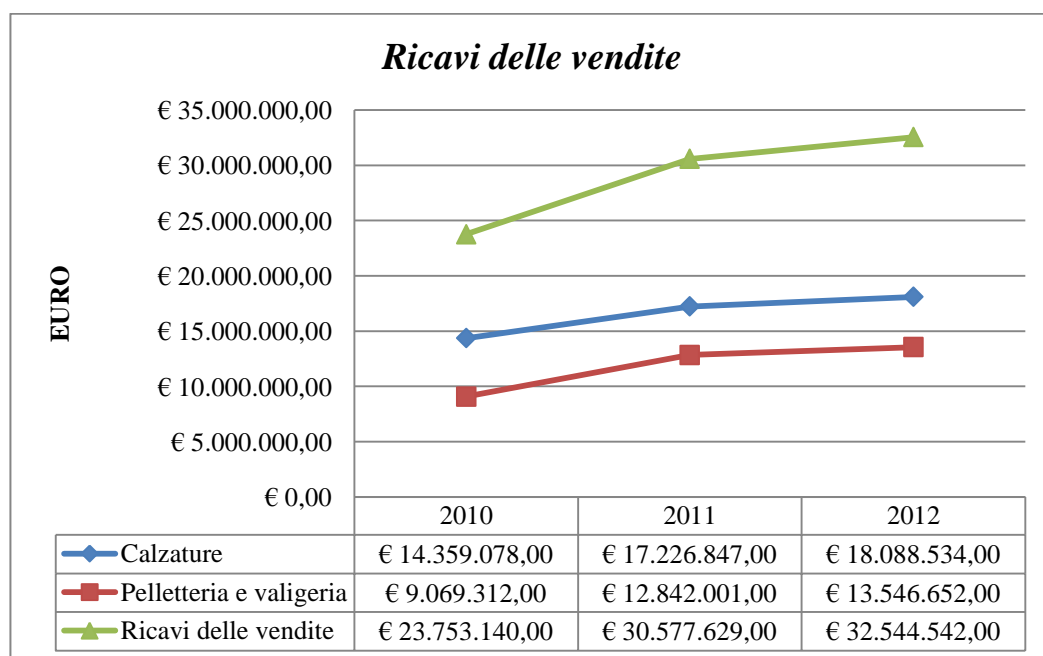


Figura 11: Andamento delle vendite della ZeFer spa.

L'ammontare totale dei ricavi deriva dalla vendita di due tipologie di prodotto: le calzature da uomo e gli accessori di pelletteria e valigeria. La commercializzazione delle prime, in particolare, rappresenta il *core business* dell'attività aziendale. Nel 2010 i ricavi sono imputabili per il 61% alla vendita di calzature e per il 39% alla vendita di accessori di pelletterie e valigeria. Nel 2011 la vendita di calzature da uomo continua a rappresentare il *core business* dell'azienda con ricavi pari al 56,30% del totale, in flessione rispetto all'esercizio precedente. Il restante 43,70% è relativo alla vendita di accessori di pelletteria e valigeria, al contrario, aumentati rispetto al periodo precedente. Nel 2012 si registra, di nuovo, una lieve flessione dei ricavi imputabili alla vendita di calzature, si attestano al 55,58%, a fronte di un incremento relativo alla vendita di accessori, pari al restante 44,42%. Graficamente:

¹⁴¹I ricavi per i quali è possibile conoscere l'origine sono solo quelli il cui cliente è il gruppo Zegna. Per questo il totale dei ricavi delle vendite non sarà pari alla somma delle vendite di calzature e pelletteria in quanto una parte dei primi è qualificata, dalla relazione sulla gestione relativa al triennio considerato, come *ricavi per prestazioni di servizi ed accessori*.

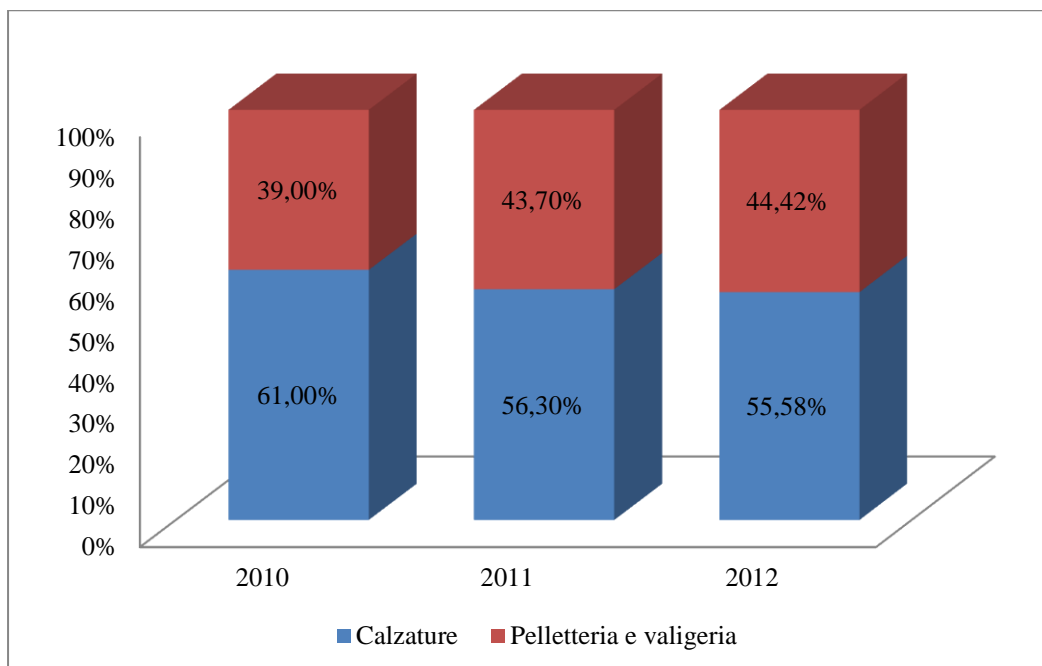


Figura 12: Vendite annue ZeFer spa per prodotto.

Dalla riclassificazione del conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta è possibile individuare delle grandezze di sintesi funzionali all'analisi. Si nota come il prodotto di esercizio, nel corso del triennio, sia cresciuto e, contestualmente, sia cresciuto anche il consumo materie seppur meno che proporzionalmente. Si sono incrementati anche i costi operativi (costi per servizi, per godimento beni di terzi e oneri diversi di gestione¹⁴²) in maniera significativa tanto che nel 2012 il loro incremento, pari al 23,18% rispetto all'esercizio precedente, è maggiore rispetto alla crescita del prodotto di esercizio. Nonostante il significativo incremento dei costi operativi, il valore aggiunto nel triennio è sempre cresciuto, anche se in percentuale esigua nel 2012. Graficamente:

¹⁴² La nota integrativa al bilancio di esercizio 2010 e 2011 specifica che gli oneri diversi di gestione sono riferibili tanto a tasse deducibili ed indeducibili quanto a costi indeducibili. La nota integrativa al bilancio 2012, oltre ad qualificare come oneri di gestione la stessa tipologia di costo degli esercizi precedenti, qualifica come tali anche i costi per il trasloco degli uffici da Firenze a Parma.

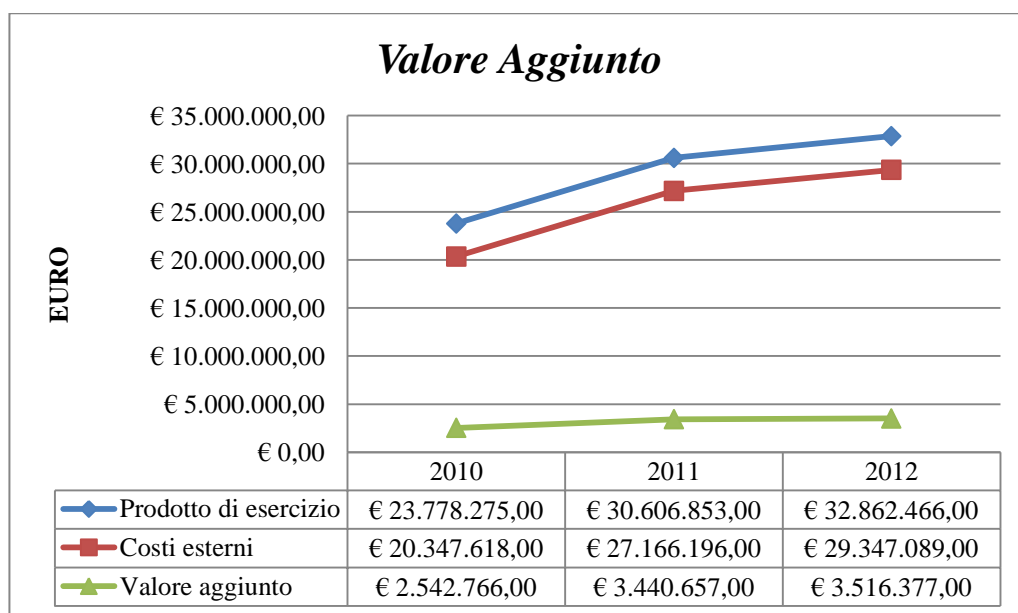


Figura 13: Andamento del valore aggiunto della ZeFer spa.

Nel corso del 2012 sono cresciuti in maniera esponenziale i costi per il personale e per gli ammortamenti. Rispetto al primo profilo ciò è dovuto ad un incremento del livello occupazionale: l'organico è stato infatti incrementato di 14 unità a seguito del trasferimento della sede produttiva a Parma. Rispetto al secondo profilo, l'incremento è dovuto all'acquisto di impianti e macchinari ammortizzabili. L'incidenza dei costi interni sostenuti dall'azienda sul prodotto di esercizio, il cui valore medio è pari a circa il 10,89%, fanno sì che la stessa debba essere qualificata come a basso valore aggiunto. Tale grandezza può essere definita come "l'incremento di valore che l'azienda, con la propria struttura stabile, determina sui fattori produttivi acquistati all'esterno"¹⁴³. L'incremento di valore sul prodotto di esercizio è basso: ciò si giustifica in ragione della attività svolta che, principalmente, è di commercializzazione. È chiaro che dal 2014, quando dovrà essere implementare l'attività produttiva, è auspicabile che tale valore cresca. Infine, sempre sotto il profilo della produttività, il rapporto tra valore aggiunto e ricavi delle vendite, esprime la capacità dell'azienda di coprire i costi di produzione attraverso i ricavi delle vendite (i ricavi dell'attività caratteristica) è positivo, si attesta, mediamente, intorno al 10%: ciò dovrebbe garantire adeguati livelli reddituali.

Il significativo incremento dei costi interni nel 2012 ha avuto un'incidenza negativa anche sul risultato operativo. Tale valore, espressivo dei risultati derivanti della

¹⁴³ Così CARAMIELLO, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 273.

gestione caratteristica dell'azienda, è in flessione rispetto all'anno precedente di circa il 15%, in controtendenza rispetto agli esercizi precedenti in cui, invece, era cresciuto. L'andamento del risultato operativo è il seguente:

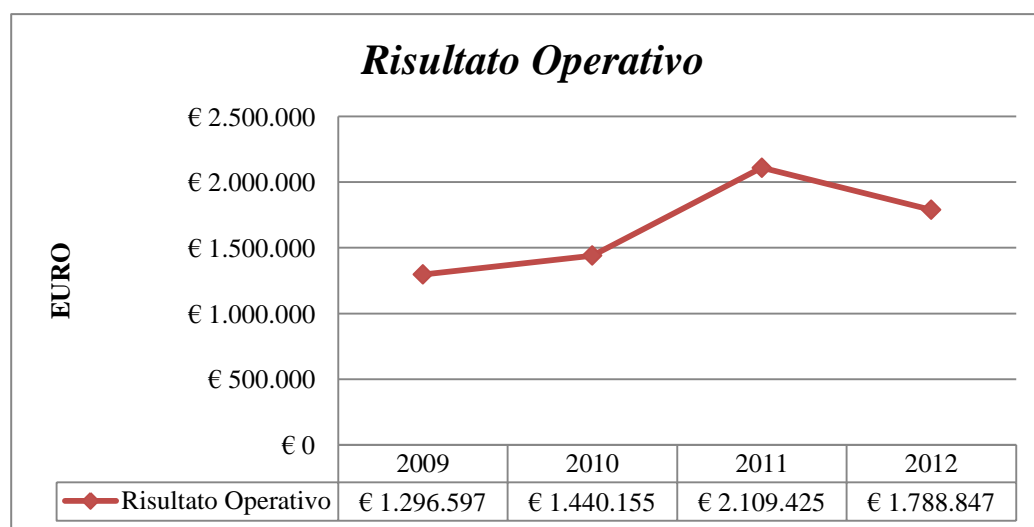


Figura 14: Andamento del risultato operativo della ZeFer spa.

Nella determinazione del risultato netto hanno avuto, nel corso del triennio, un'incidenza, più o meno rilevante, la componente finanziaria e quella straordinaria ma soprattutto la variabile fiscale.

Nel dettaglio, l'area finanziaria è così composta:

<i>Area finanziaria</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
Interessi attivi	5.007,00	13.632,00	14.396,00
Interessi passivi	- 3.186,00	-10.889,00	-14.078,00
Utile/ Perdita su cambi	3.381,00	33.667,00	-6.260,00
SALDO AREA FINANZIARIA	5.202,00	36.410,00	-5.942,00

Tabella 7: Dettaglio della composizione dell'area finanziaria della ZeFer spa.

Gli interessi attivi si caratterizzano per un trend crescente dovuto all'incremento delle disponibilità liquide¹⁴⁴. Lo stesso, però, è riscontrabile anche rispetto agli interessi passivi imputabili al crescente indebitamento, presumibilmente dovuto

¹⁴⁴ Le disponibilità liquide al termine dell'esercizio 2012 si sono ridotte sensibilmente rispetto all'esercizio precedente. Ciò è presumibilmente dovuto all'acquisto di nuove immobilizzazioni. È chiaro che gli interessi maturano durante tutto l'anno solare e quindi presumibile ritenere che gli stessi siano dovuti, in parte, a somme non più disponibili.

all'utilizzo di anticipazioni salvo buon fine¹⁴⁵. Incidenza significativa hanno poi gli utili e perdite su cambi. Tale variabile non è senz'altro controllabile dalla società, d'altra parte però non può essere qualificata come una componente straordinaria di gestione, posto che deriva dalla vendita di prodotti, *core business* dell'attività.

L'area straordinaria, espressiva di oneri e proventi derivanti da eventi eccezionali e, in linea di principio, non ripetibili negli esercizi successivi, è così composta:

<i>Area straordinaria</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
Maggiori costi accertati nell'esercizio precedente	3.972,00	18.945,00	3.474,00
Sopravvenienze attive	2.605,00	2.445,00	750,00
Minori costi accertati nell'esercizio precedente	-5.316,00	-26.435,00	-11.121,00
Costi vari indeducibili			-1.085,00
Cartella esattoriale 2010			-276,00
Arrotondamenti passivi			-25,00
SALDO AREA STRAORDINARIA	1.261,00	-5.045,00	-8.283,00

Tabella 8: Dettaglio della composizione dell'area straordinaria della ZeFer spa.

La variabile che però maggiormente incide sul risultato lordo è quella fiscale. Il peso percentuale dell'imposizione è stato pari a poco meno del 35% nel 2010, al 34,5% nel 2011 e, di nuovo, a poco meno del 35% nel 2012.

L'andamento del risultato netto che ne deriva è il seguente:

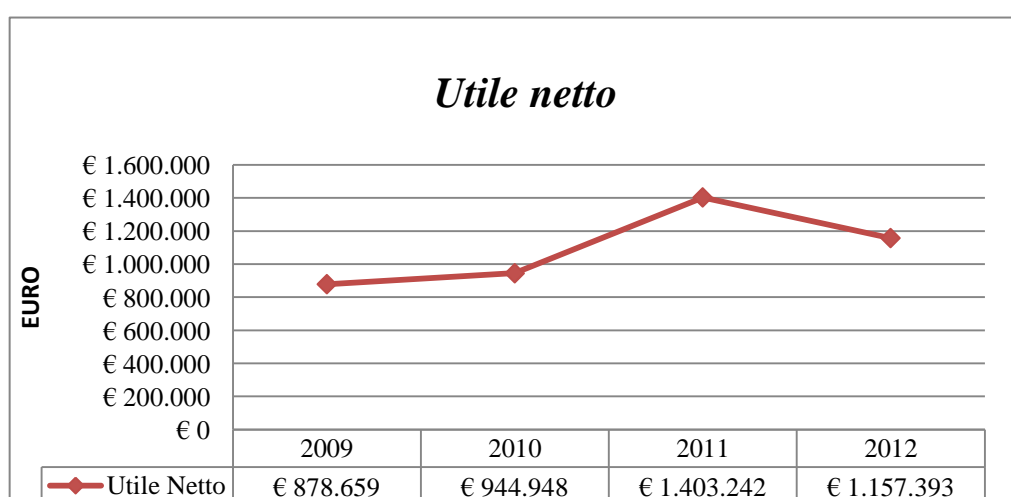


Figura 15: Andamento dell'utile netto della ZeFer spa.

¹⁴⁵ Ciò si presume in ragione dei dati desunti dal bilancio e dalla nota integrativa. In particolare, infatti, al del 31 dicembre di ciascuno degli esercizi considerati non sono presenti debiti verso istituti di credito e dalla nota integrativa si evidenziano oneri finanziari relativi sconti.

La riclassificazione del conto economico è funzionale alla quantificazione degli indici che sintetizzano la capacità reddituale dell'azienda. Gli stessi sono stati sintetizzati nella tabella seguente:

<i>INDICE</i>	<i>FORMULA</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
ROE	R_n / M_p	68,296%	101,182%	86,100%
ROI	R_o / C_i	13,335%	18,027%	14,156%
ROS	R_o / V	6,063%	6,899%	5,497%
PCI	V / C_i	2,199	2,613	2,575
Effetto leva	$(ROI - T_f) q$	0,908	1,341	1,198

Tabella 9: Indici economici della ZeFer spa.

I principali indici economici che sintetizzano la capacità reddituale dell'azienda sono il ROE ed il ROI. Il ROE misura la redditività del capitale di rischio, è pari al rapporto tra il risultato netto ed i mezzi propri e “misura la convenienza degli operatori economici ad investire mezzi monetari, a titolo di capitale di rischio, nella gestione aziendale¹⁴⁶”. Nel triennio il suo valore è a dir poco soddisfacente. Pur avendo, infatti, un andamento altalenante, pari, mediamente, all'85,19%, nel 2011 tocca il massimo: è pari al 101,18%. Ciò significa che per ogni euro di capitale di rischio investito la remunerazione degli azionisti è pari ad 1,01 euro! Un risultato così importante risente, oltre che della politica economica dell'azienda, anche di quella finanziaria: il passivo patrimoniale è infatti caratterizzato da un'elevata incidenza della passività a breve ed, in particolare, dai debiti verso fornitori. Gli stessi sono però sincronizzati con il tempo di incasso dei crediti quindi limitano fortemente il ricorso al capitale di credito bancario.

Il ROI misura la redditività del capitale investito nella gestione caratteristica. Misura cioè la capacità attrattiva del capitale in genere, sia esso di credito o di rischio. In questo caso l'indice è dato dal rapporto tra il risultato operativo ed il capitale investito nella gestione caratteristica. Nel triennio il suo valore ha conosciuto un andamento altalenante con una riduzione nel 2012. Ciò è imputabile all'incremento del capitale investito a fronte di un risultato operativo in flessione rispetto all'esercizio precedente.

È importante sottolineare come l'azienda non presenti indebitamento verso il sistema bancario. Potrebbe quindi sfruttare l'effetto leva per finanziare la gestione caratteristica e ridurre il costo della remunerazione del capitale di rischio.

¹⁴⁶ Così CARAMIELLO, *op.cit.*, nota 142, p. 362.

Ai fini dell'analisi è utile, inoltre, scomporre il ROI. In questo modo, infatti, è possibile individuare, in linea di principio, quali siano le variabili sulle quali l'azienda dovrebbe agire per incrementare l'ammontare dei ricavi derivanti dall'attività caratteristica. Tali informazioni potranno quindi essere utili ai fini della definizione della politica strategica che l'azienda implementerà. Dalla scomposizione del ROI derivano due indici: il ROS ed il PCI. Il ROS è dato dal rapporto tra il risultato operativo e le vendite ed esprime "il rendimento percentuale dell'importo relativo alle vendite effettuate nell'esercizio considerato"¹⁴⁷. Esprime cioè il margine operativo che l'azienda è in grado di realizzare su ogni unità di bene venduta ovvero misura la redditività di ogni unità di bene venduta. Il PCI ovvero l'indice di produttività del capitale investito è dato invece dal rapporto tra le vendite nette ed il capitale investito nella gestione caratteristica. Questo esprime "la capacità del capitale investito di produrre ricavi"¹⁴⁸, ne esprime cioè la redditività. Le leve su cui l'azienda può agire, in termini strategici, per incrementare i ricavi sono dunque due: il prezzo e la quantità, implementando politiche di prodotto che permettano, rispettivamente, di incrementare il ROS o il PCI. La scelta rispetto all'una o all'altra soluzione dipendono dalla tipologia di attività svolta. È chiaro che se il prodotto realizzato è di nicchia, affinché possa essere raggiunto l'obiettivo di incremento dei ricavi è necessario agire sul ROS aumentando cioè il prezzo di vendita. Se infatti si dovesse agire, al contrario, sulla quantità, aumentando il *quantum* venduto del bene, a fronte di una riduzione del suo prezzo, le conseguenze negative potrebbero essere significative. Agli occhi del cliente infatti verrebbe meno l'esclusività del prodotto con importanti danni di immagine che potrebbero compromettere la stessa qualificazione del prodotto realizzato come di nicchia. Agire quindi sulla variabile prezzo potrebbe essere uno strumento per incrementare le vendite. È chiaro come queste siano valutazioni che derivano da un'analisi statica, di bilancio. Le stesse, pertanto, dovranno essere poi supportate da adeguate indagini di mercato.

Ultimo aspetto da analizzare è relativo ai criteri di valutazione utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio. Primo profilo da sottolineare è relativo al fatto che gli stessi non sono stati modificati nel corso degli esercizi. In questo senso le immobilizzazioni, tanto materiali che immateriali, sono state iscritte al costo storico rettificato del fondo ammortamento. Lo stesso è stato sistematico e le aliquote sono

¹⁴⁷ CARAMIELLO, *op. cit.*, nota 139, p. 367

¹⁴⁸ CARAMIELLO, *op. cit.*, nota 139, p. 368.

state quantificate sulla base della vita utile del bene. Per quanto riguarda i crediti ed i debiti sono stati iscritti, rispettivamente, al presumibile valore di realizzo ed al loro valore nominale. In particolare “l’adeguamento del valore nominale dei crediti al valore presunto di realizzo è ottenuto mediante apposito fondo di svalutazione crediti, tenendo in considerazione le condizioni economiche generali e di settore¹⁴⁹”. Infine, le rimanenze di magazzino sono state valutate al minore tra il presumibile valore di realizzo desumibile dal mercato ed il costo di acquisto e/o produzione calcolato con il metodo del costo medio ponderato. Il fondo rischi ed oneri è stato stanziato “per coprire perdite o debiti di esistenza certa o probabile, dei quali tuttavia alla chiusura dell’esercizio non erano determinabili l’ammontare o la data di sopravvenienza¹⁵⁰”. Gli stessi sono relativi a possibili contenziosi fiscali. Rispetto alle grandezze economiche, costi e ricavi sono stati contabilizzati secondo il principio di competenza economica al netto di resi, sconti ed abbuoni. I ricavi, infine, si ritengono conseguiti quando è stata trasferita la proprietà del bene ceduto che coincide o con la consegna o la spedizione dei beni ovvero con l’ultimazione effettiva della prestazione.

5.4. La cessione della partecipazione.

Il gruppo Salvatore Ferragamo spa, nel resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2013, dà notizia della sottoscrizione, il 30 marzo 2013, dell’accordo con la Zeleco spa (società del gruppo Zegna) per la cessione delle azioni detenute nella ZeFer. Rispetto all’operazione in commento sono due i profili da analizzare: l’uno è relativo alle motivazioni sottostanti l’operazione, l’altro al valore della stessa e all’impatto che ha avuto sul bilancio di esercizio della Salvatore Ferragamo spa. Rispetto al primo profilo, il gruppo Ferragamo ha motivato la scelta di cedere la sua partecipazione nella ZeFer affermando che la sua titolarità non rappresentava più un *asset* strategico per l’azienda. In questo senso si deve evidenziare come il Gruppo non sia nuovo a tale tipologia di operazione. Nel 1997, infatti, aveva costituito una joint venture con il gruppo Bulgari per la realizzazione di profumi e, più in generale, per la produzione di prodotti cosmetici. Anche in quel caso la joint venture era paritetica. In particolare, il gruppo Bulgari, attraverso un contratto di

¹⁴⁹ Così si legge nella nota integrativa al bilancio 2012.

¹⁵⁰ Così, di nuova, la nota integrativa al bilancio 2012.

management, apportava competenze tecniche per la realizzazione del prodotto mentre il gruppo Ferragamo concedeva licenza d'uso tanto del suo marchio quanto del marchio Ungaro, nella titolarità del gruppo a seguito dell'acquisizione della *maison* francese nel 1996. Dopo 4 anni, nel 2001, la stessa era stata sciolta con il riacquisto della partecipazione da parte della Ferragamo che contestualmente costituiva la Ferragamo Parfums spa. La strategia implementata dal Gruppo nelle due operazioni è la stessa: investire o disinvestire in relazione alla strategicità dell'*asset*. Nel caso della joint venture con Bulgari il gruppo ha deciso di investire ritenendo che la realizzazione dei profumi potesse rappresentare un'occasione importante per la crescita del business aziendale. Ciò è confermato dai numeri: i ricavi derivanti dalla vendita di profumi rappresenta il 6,1% dei ricavi totali del Gruppo pari ad un controvalore di 69.177.900 euro¹⁵¹. Inoltre i dati al 31 marzo 2013 indicano una crescita dei ricavi imputabili alla vendita di profumi dello 0,5% rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente.

Il secondo profilo a venire in considerazione è quello relativo al valore dell'operazione. Le parti hanno contrattualmente pattuito il pagamento di un corrispettivo pari a 13.855.000 euro pari a 24 volte il rapporto prezzo/ utile. Sono diversi gli aspetti da sottolineare. Il primo è relativo al valore economico della società pari a 27.710.000 euro. Il secondo è relativo alla metodologia utilizzata per la valutazione della partecipazione: si fa riferimento a criteri valutativi derivati dal ROE e basati su valori di mercato. Il prezzo infatti rappresenta il valore dei mezzi propri espresso a valori di mercato anziché a valori contabili. Ne deriva quindi che lo stesso sarà pari a 55,42 euro. Ultimo profilo è quello relativo all'utile. La grandezza presa in considerazione è l'utile netto in quanto rappresenta la remunerazione spettante ai soci per aver investito capitale di rischio nell'attività aziendale.

Sotto il profilo prettamente contabile, l'operazione ha un duplice affetto: da una parte impone di elidere dalle immobilizzazioni finanziarie la partecipazione detenuta nella ZeFer dall'altra, sotto il profilo economico, impone di rilevare una plus o minusvalenza. La partecipazione nella ZeFer era iscritta, nel bilancio 2012, tra le immobilizzazioni finanziarie per 6.480.000 euro ovvero al costo sostenuto per l'acquisto nel 2006. Il valore di cessione è stato contrattualmente stabilito dalla parti in 13.855.000 euro: ne deriva quindi una plusvalenza di 7.375.000. Contabilmente si avrà pertanto:

¹⁵¹ Dati al 31 dicembre 2012 tratti dal bilancio consolidato pubblicato sul sito www.borsaitaliana.it.

-----20.03.2013-----			
Crediti vs Zeleco SpA	<i>a</i>	diversi	13.855.000
		Partecipazioni ZeFer	6.480.000
		Plusvalenza da cess.ne	7.375.000

L'operazione è stata perfezionata il 15 aprile 2013. Contabilmente ne deriverà l'estinzione del debito e fronte dell'incasso della somma pattuita, pertanto:

-----15.04.2013-----			
Banca c/c attivo	<i>a</i>	Crediti vs Zeleco SpA	13.855.000

5.5. Brevi note metodologiche.

Lo studio dell'operazione di cessione realizzata dal gruppo Ferragamo si è svolta nella prospettiva di un analista esterno. Si è basata, pertanto, sulle informazioni rese pubbliche dalle società attrici dell'operazione stessa. Ciò ha avuto, quale prima conseguenza, il fatto che taluni valori siano stati considerati come dati: non è stato cioè possibile indagare le metodologie adottate per quantificazione del valore dell'azienda e quindi della partecipazione. Vi deve poi essere piana consapevolezza del fatto che il prezzo finale determinato dalle parti è frutto delle trattative intercorse e del relativo potere contrattuale delle stesse.

Altra puntualizzazione è relativa all'analisi di bilancio svolta. La riclassificazione dei prospetti di stato patrimoniale e conto economico, nonché la successiva quantificazione dei principali indici, spesso differisce rispetto alle grandezze che possono essere desunte dalla relazione sulla gestione. Questo si giustifica, in primo luogo, in ragione del fatto che non esiste una metodologia più o meno corretta per la determinazione di tali grandezze. Ciò implica, però, una scelta rispetto all'impostazione da adottare: abbiamo fatto nostra quella del Caramiello. Inoltre, la prospettiva di analisti esterni non consente di avere accesso a tutte le informazioni sulla realtà aziendale tale per cui la riclassificazione di alcune voci di bilancio (per

le quali è stata fornita idonea giustificazione) sono effettuate sulla base delle conoscenze e competenze acquisite nel corso degli studi.

BIBLIOGRAFIA.

- AA. VV., *Due diligence. Analisi contabile, fiscale e legale*, Ipsoa, 2002.
- ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, in www.aifi.it.
- ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, in www.aifi.it.
- G. ALPA e A. SACCOMANI, *Procedure negoziali, due diligence e memorandum, informativi*, in *Contratti*, 2007, 269.
- M. ANDRIOLA, *Participation exemption: non rateizzabile la quota imponibile di plusvalenza*, in www.fiscooggi.it, post del 17 febbraio 2006.
- ANZIVINO – LAZZARO, *La commercial due diligence e ruolo nel contesto delle operazioni di M&A*, in *Manuale di due diligence*, Milano, Il sole 24 ore, 2004, 54.
- M. AVAGLIANO, *Le clausole che limitano o escludono la circolazione di azioni o di partecipazioni: tra norme statutarie e patti parasociali*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 355.
- F. BENCINI, *Operazioni di M&A e business due diligence in un contesto di incertezza. L'approccio classico e una nuova metodologia per l'analisi delle aziende, i criteri guida in un processo di acquisizione, obiettivi e svolgimento delle due diligence*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2010,
- S. BIANCHI MARTINI, *Il bilanciamento tra le informazioni patrimoniali e quelle reddituali: i metodi misti*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli 2002, 110.
- S. BIANCHI MARTINI, *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Torino, Giapichelli, 2005.
- S. BIANCHI MARTINI, *Il valore del capitale economico: presupposti dottrinali e logiche stima*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002, 11.
- D. BONDAVALLI, *Operazioni societarie straordinarie*, Milano, Giuffrè, 1999.
- L. BRAGOLI, *La due diligence nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, in www.altalex.com, post del 10.10.2007.

- L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 61.
- M. CALLEGARI, *Le clausole relative all'oggetto "diretto" (azioni – quote)*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 168.
- C. CARAMIELLO, *La valutazione dell'azienda: prime riflessioni introduttive*, Milano, Giuffrè, 1993.
- C. CARAMIELLO, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Milano, Giuffrè, 2003.
- Cassazione Civile, Sez I, 18 giugno 2004 n. 11438.
- Cassazione Civile, Sez. III, 29 marzo 2007, n.7768.
- Cassazione con sentenza n. 6230 del 13 marzo 2013.
- Circolare Agenzia delle Entrate n. 36/E del 4 agosto 2004.
- Circolare Agenzia delle Entrate n. 6/E del 12 febbraio 2006.
- Circolare Agenzia delle Entrate n. 7/E del 29 marzo 2013.
- L. CINQUINI, *L'enfasi sui valori della struttura aziendale: le stime patrimoniali*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002, 53.
- D. CORSARO, *L'amministrazione di società a responsabilità limitata*, in www.notariato.it, post del 26.10.2011.
- E. COTTA RAMUSINO – L. RINALDI, *La valutazione d'azienda*, Milano, Il sole 24ore, 2003.
- G. CRISTOFORI, *Perizie di stima*, in *Contabilità e bilancio -Il sole 24 ore*, Milano, 2002.
- G. CRISTOLI, *Perizie di stima*, Milano, 2002.
- U. DRAETTA – C. MONESI (a cura di), *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Milano, Giuffrè, 2007
- A. FEDI (a cura di), *La lettera di intenti nella prassi degli affari commerciali*, in www.fiere24.ilsole24ore.com, post del 31.10.2011.
- G. FERRANTI, *L'applicabilità della pex alle società in fase di "start up" e alle immobiliari*, in *Corriere Tributario*, 2012, 3453.
- E. FREGONARA, *Le acquisizioni di quote di società di persone*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 337.
- G. GAGLIARI, *La due diligence su ambiente, salute e sicurezza*, in *Manuale di due diligence*, Il sole 24 ore, Milano, 2004, 493.

- L. GAIANI, *Pex, minusvalenze indeducibili*, in www.ilsole24ore.it, post del 3 maggio 2013.
- M. GALEOTTI, *Gli aspetti dinamici della gestione prospettica: la “razionalità” delle stime reddituali e finanziarie*, in *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, Franco Angeli, 2002, 53
- E. GONNELLA, *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, Pisa, Edizioniplus, 2008.
- R. GRANT, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, Il Mulino, 2011.
- R. GUGLIELMO – M. SILVA, *I diritti particolari del socio – Vicende della partecipazione tra regole legali ed autonomia statutaria*, in www.notariato.it, post del 26.10.2011.
- R. GUGLIELMO – M. SILVA, *I diritti particolari del socio – Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie*, in www.notariato.it, post del 19.01.2012.
- L. GUATRI, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano, 1990.
- L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.
- KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions 2012*, www.kpmg.com.
- E. HOLZMILLER (a cura di), *Cessione di quote di srl e specifiche clausole contrattuali*, in *Diritto e pratica delle società*, 2010.
- S. LANTINO, *L'attività di due diligence nelle operazioni di M&A*, in *Acquisizioni di aziende e di partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, IPSOA, 2007, 372.
- S. MADONNA, *La valutazione del capitale economico*, in *Manuale di tecnica professionale. Valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e fiscalità d'impresa*, Padova, Cedam, 2008.1.
- M. MALTONI, *Questioni in tema di prelazione statutaria*, in www.notariato.it, post del 04.01.2013.
- P. MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 3.
- C. MONTESI, *Considerazioni generali*, in *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Milano, Giuffrè, 2007, 3.

- C. MOTTI, *Le vicende delle società di persone*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 61.
- A. MUSY, *La fase precontrattuale*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 19.
- M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 117.
- G. PELI - A. ASTORI, *Fase precotrattuale: la lettera di intenti e gli accordi di riservatezza*, in www.fiere24.ilsole24ore.com.
- G. PETRELLI, *La soppressione del libro dei soci delle srl*, in *Società*, 2009, 425.
- L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, 234.
- A. PADOA A SCHIOPPA – P. MARCHETTI, *Le società per azioni*, Bari, Laterza, 2011.
- F. PODDIGHE (a cura di), *Manuale di tecnica professionale. Valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e fiscalità d'impresa*, Padova, Cedam, 2008.
- A. QUAGLI, *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Torino, Giappichelli, 2011.
- E. ROMITA – M. CAVERNI, *Le due diligence fiscale e contabile – finanziaria anteriori all'acquisizione*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2001, 88.
- E. RUSSO, *Le tutele legali nelle acquisizioni societarie*, in *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Giuffrè, Milano, 2007, 439.
- S. SAVIOLO – S. TESTA, *Le imprese del sistema moda. Il management al servizio della creatività*, Milano, Etas, 2000.
- M. SANTINI e M. MARTINO, *Due diligence: uno strumento imprescindibile nella valutazione delle aziende*, in *Diritto civile e commerciale*, 2009.
- M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, Giuffrè, 2006.
- M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto indiretto (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, in *Le acquisizioni societarie*, Torino, Zanichelli, 2011, 193.

- M. STELLA RICHTER JR, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 273, 283.
- F. TESAURO, *Istituzioni di diritto tributario. Parte speciale*, Utet Giuridica, 2008.
- A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2007.
- L. ZAN, *L'approccio economico aziendale*, in www.sa.unibo.it.

SITOLOGIA

- www.agenziaentrate.gov.it
- www.aifi.it
- www.altagamma.it
- www.archivio-radiocor.ilsole24ore.com
- www.archiviodistorico.corriere.it
- www.bain.com
- www.borsaitaliana.it
- www.consob.it
- www.corriere.it
- www.ferragamo.com
- www.fiscooggi.it
- www.fondazioneferragamo.it
- www.ilcaso.it
- www.ilmondo.it
- www.ilpunto.it
- www.kpmg.com
- www.lastampa.it
- www.milanofinanza.it
- www.notariato.it
- www.odcec.mi.it
- www.repubblica.it